

**UNIVERSIDAD ANDINA SIMON BOLIVAR
(SEDE ECUADOR)**

ÁREA DE DERECHO

**MAESTRIA CON MENCIÓN EN DERECHO FINANCIERO, BURSÁTIL Y DE
SEGUROS**

**“LA TOMA DE CONTROL DE LAS SOCIEDADES EN LOS MECANISMOS
DE MERCADO DE VALORES”**

MARIA DEL PILAR AGUIRRE SANCHEZ

2007

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información o a la biblioteca de la universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis, o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.

*María del Pilar Aguirre Sánchez
Quito, 23 de agosto del 2007*

**UNIVERSIDAD ANDINA SIMON BOLIVAR
(SEDE ECUADOR)**

ÁREA DE DERECHO

**MAESTRIA CON MENCIÓN EN DERECHO FINANCIERO, BURSÁTIL Y DE
SEGUROS**

**“LA TOMA DE CONTROL DE LAS SOCIEDADES EN LOS MECANISMOS
DE MERCADO DE VALORES”**

MARIA DEL PILAR AGUIRRE SANCHEZ

TUTOR: DR. JUAN ISAAC LOVATO SALTOS

QUITO, 2007

RESUMEN

En los últimos años la OPA ha tenido un auge espectacular como modalidad de toma de control de empresas cotizadas en Bolsa, siendo así el mercado de control societario, es un concepto que despliega sus efectos en relación a las sociedades cotizadas en Bolsa, con el que se alude a la existencia de un mercado activo de compra y venta de participaciones accionariales de gran trascendencia.

La característica fundamental de este mercado es el objeto sobre el que recae, que no es otro que el control de las sociedades. Porque al presuponer el arquetipo de la sociedad bursátil una separación de funciones entre la aportación y la administración del capital, con la consiguiente atomización del accionariado y la desvinculación funcional de los administradores respecto a la propiedad de la empresa, surge la posibilidad de obtener el control de ésta mediante la adquisición de una participación accionarial que resulte suficiente para acceder a los centros societarios de decisión y para imponer así, mediante la sustitución de los órganos directivos, nuevas formas de gestión. Por tanto, el mercado de control, desempeña una capital función económica, al permitir la realización de operaciones de reordenación y de reorganización de las estructuras empresariales y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños que resulten más rentables y eficientes, reportando sustanciosos beneficios al conjunto de los accionistas de las sociedades bursátiles.

En este sentido, el propósito de la presente investigación se orienta al análisis de la importancia y trascendencia del mercado de control societario, como un concepto que despliega sus efectos en relación a las sociedades cotizadas en Bolsa, y con el que se alude a la existencia de un mercado activo de compra y venta de participaciones accionariales significativas, profundiza la eficacia de la toma de control dentro de los mecanismos de mercado de valores, basándonos en la normativa mercantil y bursátil de países en los cuales esta figura ha sido de gran relevancia en la esfera de sociedades que cotizan en Bolsa y ha producido un gran desarrollo en el mercado de valores.

Posteriormente, se examinará el tratamiento de esta figura en nuestra legislación, pues las posibilidades de desarrollo de un genuino mercado de control se ven claramente entorpecidas por un conjunto de factores de diverso orden, que impiden que las tomas de control puedan cumplir todas las funciones que les son propias y que, de hecho, convierten a aquellas en un mecanismo fungible e intercambiable en relación a otros instrumentos de integración, la función disciplinaria de las OPAs en los mercados más desarrollados, su procedencia para culminar con lo referente a adquisiciones indirectas, fundamento de OPA obligatoria, la problemática sobre regulación de OPAs, estrategias ofensivas anti-OPA y post-OPA, recursos y acciones como medida defensiva.

A Dios, por permitirme alcanzar este desafío.

A mis padres, quienes están a mi lado en todo momento apoyando mis ideas y proyectos.

A mi hermana, constante cómplice y amiga incondicional.

A mi sobrina Micaela, quien es una bendición y ha llenado mi vida de inmensa alegría.

Mi sincero agradecimiento para el Doctor Juan Isaac Lovato Saltos, mi tutor de Tesis, por su apoyo, sus valiosas sugerencias y acertados aportes durante el desarrollo de este trabajo.

INDICE

LA TOMA DE CONTROL DE LAS SOCIEDADES EN LOS MECANISMOS DE MERCADO DE VALORES

INTRODUCCION

CAPÍTULO I

EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO

- 1.1. CONCEPTO Y SIGNIFICADO
1
- 1.2. PARTICULARIDAD DE LAS TOMAS DE CONTROL EN RELACIÓN A LOS DEMÁS MECANISMOS JURÍDICOS DE INTEGRACIÓN DE EMPRESAS
3
- 1.3. OBSTÁCULOS AL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE CONTROL
5
 - 1.3.1. ESTRUCTURALES
5
 - 1.3.2. JURÍDICOS
6
 - 1.3.3. CULTURALES
10
- 1.4. MERCADO DE CONTROL Y RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIONES (OPA)
BREVE ANÁLISIS DEL RÉGIMEN DE OPAS IMPERATIVAS Y PARCIALES
10

CAPÍTULO II

EL CONTROL DEL PODER SOCIETARIO EN LA GRAN EMPRESA Y LA FUNCIÓN DE LAS OPAS

- 2.1. INTRODUCCIÓN
20
- 2.2. PRINCIPIOS GENERALES QUE FUNDAMENTAN LA NORMATIVA JURÍDICA EN MATERIA DE OPA
21
- 2.3. LA SEPARACIÓN DE PROPIEDAD, GESTIÓN EN LAS GRANDES SOCIEDADES, FUNCIÓN Y PROCEDENCIA DE LAS OPAS
22
 - 2.3.1. LA INSUFICIENCIA DEL DERECHO SOCIETARIO COMO INSTRUMENTO DE

	CONTROL	22
2.3.2.	LA FUNCIÓN DISCIPLINARIA DE LAS OPAS EN LOS MERCADOS DE VALORES DESARROLLADOS	27
2.3.3.	ANÁLISIS DEL RÉGIMEN DE OPA EN LA LEGISLACIÓN ECUATORIANA	31

CAPÍTULO III

TOMA DE CONTROL DE SOCIEDADES Y ADQUISICIÓN DE PARTICIPACIONES MEDIANTE LA FORMULACIÓN DE OPAs

3.1.	CONSIDERACIONES GENERALES	37
3.2.	ADQUISICIONES INDIRECTAS Y TOMA DE CONTROL EN LOS SISTEMAS LEGALES Y SIGNIFICATIVOS EN MATERIA DE OPAs	39
3.3.	LA OBLIGATORIEDAD DE PRESENTAR UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE VALORES	42
45	3.3.1. ADQUISICIÓN INDIRECTA DERIVADA DE UNA FUSIÓN	
	3.3.2. PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA SOBREVENIDA DERIVADA DE UNA REDUCCIÓN DE CAPITAL	45
	3.3.3. PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA SOBREVENIDA EN ENTIDADES FINANCIERAS, DERIVADAS DEL CUMPLIMIENTO DE UN CONTRATO DE ASEGURAMIENTO DE COLOCACIÓN DE UNA EMISIÓN DE VALORES	46
	3.3.4. MODIFICACIÓN DE ESTATUTOS	46
3.4.	SUPUESTOS EXCLUIDOS DE LA OBLIGATORIEDAD DE LANZAR UNA OPA	47
3.5.	TOMA DE CONTROL DE UNA SOCIEDAD: OPAs COMPETIDORAS Y PROMESAS	48
	3.5.1. INTRODUCCIÓN	48
	3.5.2. LAS OPAs COMPETIDORAS: PLANTEAMIENTO Y PROBLEMÁTICA ESTRATÉGICA	50
	3.5.3. LAS OPAs CONDICIONADAS. LIMITACIONES DEL BLINDAJE DE LOS EQUIPOS DIRECTIVOS	52
54	3.5.4. RECURSOS Y ACCIONES CONTRA LAS OPAs COMO MEDIDA DEFENSIVA	

3.5.5.	RECURSOS Y ACCIONES CONTRA LAS OPAs Y SU SIGNIFICADO COMO MEDIDA DEFENSIVA	56
3.5.6.	EL VALOR DEFENSIVO DE ESTA MEDIDA	59
3.6.	ESTRATEGIAS OFENSIVAS EN OPERACIONES HOSTILES	61
3.6.1.	CABALLERO NEGRO	62
3.6.2.	TIBURÓN	63
3.6.3.	DELEGACIÓN DE VOTO	64
3.6.4.	CHANTAJE BUSCANDO RECOMPRA CON PRIMA	64
3.6.5.	ABRAZO DEL OSO	65
3.6.6.	CAMPAÑAS INFORMATIVAS A LOS ACCIONISTAS	66
3.7.	ESTRATEGIAS DEFENSIVAS EN OPERACIONES HOSTILES	67
3.7.1.	PÍLDORAS VENENOSAS	67
3.7.2.	ACCIONES DORADAS	71
3.7.3.	ACUERDOS DE SALVAGUARDIA	72
3.7.4.	PARACAÍDAS DORADOS	72
3.7.5.	TIERRA QUEMADA	73
3.7.6.	VENTA DE JOYAS DE LA CORONA	73
3.7.7.	OPA DE EXCLUSIÓN	74
3.7.8.	CABALLERO BLANCO	75
3.7.9.	ESCUDEIRO BLANCO	76
3.7.10	OPA ENVOLVENTE	76
3.7.11.	ACTUACIÓN ANTE EL TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA	77
3.7.12.	CAMPAÑAS INFORMATIVAS A LOS ACCIONISTAS	77
3.7.13.	TOMA DE CONTROL CON APALANCAMIENTO	78

3.8. ACCIONES POR VIOLACIONES DE LA NORMATIVA SOBRE OPAs
80

3.9. OPA HOSTIL EN EL MERCADO MUNDIAL
84

RAZONES CONTRA LA OPA
87

CAPÍTULO IV

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES
89

BIBLIOGRAFÍA

INTRODUCCION

En el afán de encontrar oportunidades de desarrollo, las empresas buscan en cualquier país o mercado, el efectuar adquisiciones que garanticen crecimiento, rentabilidad, incremento en la participación y toma de control. De esta manera, el mercado de control, despliega una capital función económica, al permitir la realización de operaciones de reordenación y de reorganización de las estructuras empresariales y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños que resulten más rentables y eficientes.

En función de esto, el control societario, como elemento que lleva consigo la facultad de administración de la empresa, y con ello, la posibilidad de rentabilizar el valor de la propia inversión, se convierte en un bien susceptible de ser adquirido y transmitido, en virtud del presupuesto de la libre transmisibilidad de las acciones que caracteriza a las sociedades bursátiles y de la correlativa posibilidad de cualquier persona de formar un paquete de control mediante la simple reunión o agregación de acciones dispersas.

Por tanto, este mercado se caracteriza por los sustanciosos beneficios que es capaz de reportar al conjunto de los accionistas de las sociedades bursátiles. No se trata sólo, de los accionistas de las sociedades que se encuentran sometidas de hecho a un proceso de adquisición, quienes disfrutan por lo general de la posibilidad de enajenar sus acciones con una prima o sobreprecio en relación a la cotización bursátil; es que además, la propia operatividad de este mercado puede comportar unos importantes efectos disuasorios de carácter general, de los que básicamente han de beneficiarse los accionistas de las sociedades que ni siquiera llegan a ser objeto de un proceso de adquisición. La labor de supervisión y fiscalización que despliegan los mercados de capitales dota así a las operaciones de adquisición de una función de eminente carácter preventivo, por el interés de los administradores en procurar y mantener cotizaciones bursátiles altas que no dejen espacio para la posible realización de tomas de control indeseadas.

En tal sentido, siendo que las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) han contribuido al crecimiento de varios sectores económicos y de la economía de diversas naciones, el presente trabajo se orienta al análisis de la importancia y trascendencia del mercado de control societario, como un concepto que despliega sus efectos en relación a las sociedades cotizadas en Bolsa, y con el que se alude a la existencia de un mercado activo de compra y venta de participaciones accionariales significativas, profundiza la eficacia de la toma de control dentro de los mecanismos de mercado de valores, basándonos en la normativa mercantil y bursátil de países en los cuales esta figura ha sido de gran relevancia en la esfera de sociedades que cotizan en Bolsa y ha producido un gran desarrollo en el mercado de valores; así se reconoce en el país que más se ha significado por la importancia de su mercado de control, que son los

EEUU donde estudios recientes han revelado enormes ganancias obtenidas por los accionistas, sino también los relevantes cambios que aportó este proceso en relación a las formas habituales de gestión de las empresas cotizadas.

Posteriormente, examinaré el tratamiento de esta figura en nuestra legislación, pues las posibilidades de desarrollo de un genuino mercado de control se ven claramente entorpecidas por un conjunto de factores de diverso orden, que impiden que las tomas de control puedan cumplir todas las funciones que les son propias y que, de hecho, convierten a aquellas en un mecanismo fungible e intercambiable en relación a otros instrumentos de integración, la función disciplinaria de las OPAs en los mercados más desarrollados, su procedencia para culminar con lo referente a adquisiciones indirectas, fundamento de OPA obligatoria, la problemática sobre regulación de OPAs, estrategias ofensivas anti-OPA y post-OPA, recursos y acciones como medida defensiva.

Precisamente, la investigación se orienta a la adopción y desarrollo de este mercado como un mecanismo apto para imponer formas de gestión más atentas a la rentabilidad de los accionistas y para compensar en gran medida la manifiesta ineficacia práctica que ofrecen los mecanismos jurídicos de control predispuestos por el Derecho Societario, Mercantil y Bursátil.

CAPITULO I

EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO

1.1. Concepto y Significado

Básicamente el mercado de control societario despliega sus efectos en relación a las sociedades cotizadas en Bolsa, y con el que se alude a la existencia de un mercado activo de compra y venta de participaciones accionariales significativas.

La característica más sobresaliente de este mercado es el objeto sobre el que recae, que es el control de las sociedades. Pues al presuponer el arquetipo de la sociedad bursátil una separación de funciones entre la aportación y la administración del capital, con la consiguiente atomización del accionariado y la desvinculación funcional de los administradores respecto a la propiedad de la empresa, surge la posibilidad de obtener el control de ésta mediante la adquisición de una participación accionarial que resulte suficiente para acceder a los centros societarios de decisión y para imponer así, mediante la sustitución de los órganos directivos, nuevas formas de gestión. El control societario, como elemento que lleva consigo la facultad de administración de la empresa y, con ello, la posibilidad de rentabilizar el valor de la propia inversión, se convierte de este modo en un bien susceptible de ser adquirido y transmitido, en virtud fundamentalmente del presupuesto de la libre transmisibilidad de las acciones que antológicamente caracteriza a las sociedades bursátiles y de la correlativa posibilidad de cualquier persona de formar un paquete de control mediante la simple reunión o agregación de las acciones que anteriormente estaban dispersas.¹

¹ García De Enterría, Javier (1999). *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

Considerando los principios del libre intercambio, el funcionamiento ágil de este mercado ha de permitir que el control de las sociedades cotizadas y con él la gestión de los recursos y activos de estas empresas fluya hacia su utilización económica más valiosa, recalando en la persona que lo valore en mayor medida.

Así, el mercado de control, por encima de las connotaciones financieras que suelen adornarlo, despliega una capital función económica, al permitir la realización de operaciones de reordenación y de reorganización de las estructuras empresariales y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños que resulten más rentables y eficientes.²

Uno de los aspectos más vistosos y perceptibles de este mercado es el beneficio sustancioso que es capaz de reportar al conjunto de los accionistas de las sociedades bursátiles. No se trata sólo de los accionistas de las sociedades que se encuentran sometidas de hecho a un proceso de adquisición, quienes disfrutan por lo general de la posibilidad de enajenar sus acciones con una prima o sobreprecio en relación a la cotización bursátil; además, la propia operatividad de este mercado puede comportar unos importantes efectos disuasorios de carácter general, de los que han de beneficiarse los accionistas de las sociedades que ni siquiera llegan a ser objeto de un proceso de adquisición. Además, la labor de supervisión y de fiscalización que despliegan los mercados de capitales dota así a las operaciones de adquisición de una función de eminente carácter preventivo, por el interés de los administradores en procurar y en mantener cotizaciones bursátiles altas que no dejen espacio para la posible realización de tomas de control indeseadas.

Sin embargo, Javier García De Enterría sostiene que pese a las enormes limitaciones que puede presentar este mercado, sin duda se ha revelado como

² Ibidém

un mecanismo apto para imponer formas de gestión más atentas a la rentabilidad de los accionistas y para compensar en gran medida la manifiesta ineficacia práctica que ofrecen, en el caso de las grandes sociedades cotizadas, los mecanismos jurídicos de control predispuestos por el Derecho Societario y Mercantil. La propia lógica económica de estas operaciones ha sido también claramente reivindicada, al haberse advertido que la mayoría de las adquisiciones afectaron a empresas excesivamente diversificadas, de escasa rentabilidad y alto cash flow, o del propio sector económico del adquirente.

1.2. Particularidad de las tomas de control en relación a los demás mecanismos jurídicos de integración de empresas

Siendo la finalidad económica del mercado de control la de propiciar la realización de operaciones de integración o combinación de empresas, puede encontrar su cauce a través de otros medios jurídicos de parecida significación sustantiva, como son la fusión, escisión (cuando la parte escindida se traspasa a una sociedad existente) o la cesión de activos sociales.

Sin embargo, la frecuente sustituibilidad económica de estos mecanismos no debe ocultar la radical diversidad de sus respectivos presupuestos jurídicos y, en concreto, la particular lógica institucional a que responden las OPAs o tomas de control en relación a los otros procedimientos puestos por el ordenamiento al servicio de los procesos de concentración. Porque así como los mecanismos societarios de integración han de ser necesariamente activados y dirigidos por los administradores de la sociedad, en uso de sus facultades discrecionales de gestión y administración, las tomas de control se caracterizan por su aptitud intrínseca para eludir cualquier intervención del órgano de administración y para remitir la decisión directa sobre la operación a los propios accionistas, que son quienes determinan el resultado de ésta con su decisión de acogerse o no a la oferta de compra o de permuta que les dirige el oferente. En contraste, pues, con el carácter orgánico e interno de la fusión, que resulta de su sometimiento a procedimientos societarios que involucran a los distintos

órganos sociales y en los que se manifiesta la tradicional división de funciones entre éstos (de iniciativa y de gestión en un caso, de aprobación formal del acuerdo en el otro), éstas tomas de control se caracterizan por resolverse de forma directa entre el adquirente y los accionistas de la sociedad adquirida, sin mediación o participación alguna de los administradores, y sin más exigencia formal respecto de éstos que la de pronunciarse sobre la operación.³

Es importante resaltar que bajo la artificiosa contraposición entre OPAs hostiles y amistosas, se constituye en realidad un genuino elemento vertebrador del significado institucional de esta figura y, por consiguiente, de su engarce normativo con los demás instrumentos de concentración de empresas. García de Enterría considera que la mera posibilidad ofrecida por las tomas de control de sortear el eventual desacuerdo de los administradores frente a cualquier propuesta de fusión o de integración a través del simple expediente de dirigir la oferta a los propios accionistas de la sociedad puede forzar a aquéllos, cuando menos, a considerar y valorar cualquier aproximación por parte de otra empresa en atención a los genuinos intereses del cuerpo accionarial y de acuerdo con las rigurosas pautas impuestas por el estándar de conducta del "representante leal", la trascendencia de esta caracterización institucional de las tomas de control es por ello muy superior a la que pueda sugerir la mayor o menor presencia de OPAs hostiles en un mercado determinado, en la medida en que la simple operatividad del mercado de control y el riesgo latente de verse sometido a una adquisición forzosa fuerza a muchas sociedades a acogerse preventivamente a otras formas de integración, que por su propio significado normativo han de desarrollarse bajo la iniciativa y la supervisión de los correspondientes órganos directivos y sin ningún tipo de connotación traumática para éstos. Esta particularidad, y su enorme relevancia dentro de la fenomenología de los procedimientos de unión y de concentración de empresas, ha sido también refrendada en la experiencia del mercado

³ García De Enterría, Javier (1999). *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL

norteamericano, en el que numerosos estudios económicos han destacado la peculiar lógica económica que se ve así atendida.

Por encima, pues, de los aspectos más virulentos y conflictivos que suelen llamar la atención de las OPAs hostiles o no negociadas, lo cierto es que la especial posibilidad permitida por las tomas de control de dirigirse directamente a los propios accionistas para recabar su aprobación a la operación de integración, salvando posibles interferencias de los administradores, constituye un claro elemento configurador del significado institucional de la figura y, de forma más general, del conjunto de los mecanismos de concentración de empresas y de su respectiva articulación jurídica.

1.3. Obstáculos al funcionamiento del mercado de control

1.3.1. Estructurales

Algunos autores consideran que, en varios países, las posibilidades de desarrollo de un genuino mercado de control se ven claramente entorpecidas por un conjunto de factores de muy diverso orden, que impiden que las tomas de control puedan cumplir todas las funciones que le son propias y que, de hecho, convierten a aquéllas en un mecanismo fungible e intercambiable en relación a otros instrumentos de integración, al que se acude por motivos de simple conveniencia.

El impedimento más palmario, y determinante, tiene que ver con la propia extensión del mercado de valores y con las características dominantes de las sociedades que en él cotizan. Así, el reducido número de las entidades que negocian sus valores en Bolsa, y la ausencia entre éstas de numerosas empresas de gran relevancia económica, determina que el círculo de sociedades que podrían verse afectadas por un eventual proceso de toma de control sea de por sí bastante reducido, en relación a lo que es habitual en los mercados más

desarrollados. Y, más aún, dentro incluso de este pequeño campo de operatividad del mercado de control se ve también constreñida por la propia estructura de propiedad de las sociedades que lo integran, dada la frecuente existencia de participaciones de control en manos de grupos familiares o financieros que, lógicamente, excluyen por sí mismas cualquier intento de adquisición que no haya sido expresamente acordado. La concentración del accionariado y los cruces de propiedad que suelen caracterizar a las sociedades cotizadas españolas: se puede generalizar a no ser el mercado anglosajón son factores que las alejan del modelo teórico o ideal de la gran sociedad bursátil, caracterizada por la especialización absoluta de las funciones de aportación del capital y de gestión y por la consiguiente posibilidad de obtener su control a través de una simple apelación al mercado.⁴

1.3.2. Jurídicos

Los obstáculos estructurales citados en líneas anteriores, se ven completados por otros de distinto orden, algunos de los cuales podrían agruparse por su común origen normativo.

Este es el caso citado por Javier García De Enterría, de un lado, de las sociedades privatizadas que han quedado sometidas en virtud del correspondiente reglamento al régimen de autorización administrativa, régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas. Esta disciplina, que básicamente trata de evitar que la privatización de una empresa pueda llegar a menoscabar la debida atención al interés público que anteriormente garantizaba la presencia del Estado como socio, comporta el sometimiento de estas sociedades a un régimen de autorización administrativa que se extiende, entre otros extremos, a la adquisición de cualquier participación accionarial significativa. Por mucho que la entidad afectada no quede propiamente sustraída de eventuales procesos de adquisición (y así parece acreditarlo la opción de varias de estas sociedades de incluir en sus

⁴ Ibidem

estatutos medidas adicionales de blindaje), resulta innegable que la sola existencia de este régimen comporta unos efectos disuasorios que normalmente serán determinantes, por las dificultades de embarcarse en una operación de esta naturaleza y de realizar siquiera cualquiera de sus actos preparatorios en una situación de incertidumbre en cuanto a la obtención o no de la correspondiente autorización. Aunque en un plano cuantitativo sea muy reducido el número de entidades sometido a esta particular técnica de intervención administrativa, no es menos cierto que se trata por lo general de sociedades que, al margen de su significación económica, podrían caracterizarse por su especial idoneidad para quedar sujetas a los mecanismos disciplinarios impuestos por los mercados.⁵

Otro tipo de restricciones jurídicas más generales que tienen que ver con la habitual adopción por las sociedades bursátiles de medidas estatutarias de defensa, y con las que se busca por mucho que su verdadero propósito se encubra a menudo bajo inciertas apelaciones a la defensa del interés social, disuadir a posibles oferentes indeseados y apuntalar de este modo la situación existente de control accionarial.

La validez jurídica de estas medidas no parece cuestionable en un plano general, por mucho que algunas opiniones se hayan pronunciado de forma tan bienintencionada como voluntariosa por su incompatibilidad con el peculiar estatuto jurídico de las sociedades cotizadas y, en particular, con el principio de libre negociabilidad que por definición distingue a los valores de éstas.⁶ En efecto, la negociabilidad alude a un atributo intrínseco o estructural de los valores, que han de caracterizarse por su intercambiabilidad jurídica y financiera y por su consiguiente aptitud para ser objeto de negociación en un mercado bursátil, en el que las operaciones puedan efectuarse sobre la base de simples criterios objetivos e impersonales de precio y cantidad. Pero este atributo, atinente a la esencia u ontología de las acciones, no se ve

⁵ Ibidem

⁶ Ob. Cit. Sánchez, Andrés, *«Las cláusulas de blindaje societario»*, con especial referencia a las sociedades cotizadas, AAMN, XXXIII, 1994, pág. 24

comprometido como tal por la existencia de cláusulas estatutarias que, contando por lo general con un explícito respaldo normativo, se limitan a regular o a moralizar el ejercicio de determinados derechos desde una perspectiva exclusivamente interna o corporativa. La misma conclusión, puede inferirse además, de la propia alternativa legal de prohibir la adopción de medidas defensivas por parte de los administradores de las sociedades sometidas a procesos de adquisición, tras la presentación de una oferta y hasta la publicación del resultado de ésta. Porque al margen de que este “deber de pasividad” se impone a los administradores y no a los accionistas reunidos en junta, quienes lógicamente están capacitados para acordar en cualquier momento lo que consideren conveniente sobre los asuntos sociales dentro de su esfera de competencia, el hecho de que la proscripción legal de las medidas que puedan perturbar el desarrollo de las tomas de control se active solamente en el momento en que éstas han sido formalizadas interviene decisivamente de acuerdo con un elemental criterio interpretativo a favor de la admisión general de aquellas que sean adoptadas antes de la presentación de cualquier tipo de oferta y por razones meramente preventivas. Sin perjuicio, pues, de la valoración que pueda merecer este tipo de medidas, en atención sobre todo a las concebidas limitaciones de funcionamiento de las juntas de accionistas que suelen aprobarlas y a su frecuente instrumentalización por parte de los órganos directivos, lo que resulta innegable es que las mismas disfrutan en términos generales de una inequívoca cobertura legal, que difícilmente puede desmontarse apelando a supuestos principios jurídicos de nuestro ordenamiento (favorecimiento del mercado de control, inalterabilidad de la posición de socio) que, amén de no estar formulados expresamente, carecen de cualquier contenido operativo mínimamente seguro e inconcuso.⁷

El autor en cita señala que, una consideración global de estas medidas anti OPA tampoco puede obviar los beneficiosos efectos que las mismas pueden llegar a cumplir en determinadas condiciones, en tanto que instrumento

⁷ García De Enterría, Javier (1999). *“Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs”*. Madrid: Civitas Ediciones SL

negociador del que podrían servirse los administradores de la sociedad afectada para obtener del oferente una mejora en cuanto a las condiciones ofrecidas ya sea en relación al precio o al número de valores afectado por la oferta. Aunque podría estimarse que cualquier valoración sobre la bondad de una OPA debe ceñirse exclusivamente a sus destinatarios, dada la facultad soberana e incondicionada de los accionistas de aceptar o no cualquier oferta que les sea dirigida, lo cierto es que el proceso de decisión de éstos se ve normalmente interferido por graves problemas de acción colectiva y de coordinación, que pueden llevarles a adoptar una línea de acción que desde una perspectiva global no resulte la más propicia para sus intereses. Las lógicas dificultades para concertar una conducta común con el resto de los accionistas y, en su caso, para fiscalizar su cumplimiento, junto al temor de que la OPA llegue a consumarse a pesar de sus limitaciones si los demás socios deciden acogerse a la misma, son factores que pueden forzar a la aceptación de la oferta incluso a quienes discrepen del precio ofrecido por estimar que éste no refleja el auténtico valor económico de sus acciones, pudiendo producirse el denominado efecto “estampida”. Y es precisamente este carácter coercitivo de las tomas de control, propio a la naturaleza misma de cualquier oferta pública en que las decisiones han de tomarse anticipando y descontando la conducta previsible de los demás destinatarios, el que eventualmente podría ser combatido por los administradores de la sociedad afectada, condicionando el desmantelamiento de las medidas que resulten más lesivas para el adquirente a una mejora de las condiciones por él ofrecidas. Si se advierte que en cualquier proceso de venta es previsible la obtención de unas mejores condiciones por un único vendedor que por una multitud dispersa y descoordinada de personas, cuando éstos se encuentran incapacitados para acordar una postura colectiva y para negociar de forma unitaria con el oferente, se comprende que el manejo leal de las medidas defensivas por parte de los administradores, en su genuina condición de representantes o agentes de los accionistas, puede servir para favorecer los intereses de éstos y para centralizar la defensa de su posición común.

Finalmente, es preciso añadir en palabras de García De Enterría que la virtualidad práctica de la regla de pasividad se ve seriamente cercenada por la generalización de las medidas defensivas de carácter preventivo, y cuyo destierro exigiría por tanto una intervención expresa del legislador, es oportuno citar el ejemplo de Alemania en donde la reciente reforma del Derecho de las sociedades anónimas acometida por la Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, de 27 de abril de 1998, ha excluido la posibilidad de limitar el número máximo de votos en las sociedades cotizadas. Con este tipo de medidas no se trata de propiciar o favorecer una eventual mejora de las condiciones de compra que puedan llegar a ofrecerse a los accionistas, a través de un reforzamiento de la posición negociadora de los administradores, sino de inmunizar a la sociedad, bajo el pretexto de la sustantivación y defensa de un amenazado interés social, frente a cualquier posible toma de control que no cuente con el beneplácito de los órganos directivos.

1.3.3. Culturales

Entre los obstáculos que pueden llegar a comprometer la plena efectividad del mercado de control, está el presunto antagonismo de las adquisiciones hostiles, con ciertos principios y convenciones del mundo empresarial fuertemente asentados, que pugnarían con cualquier intento de adquisición que pudiese realizarse contra la voluntad de los administradores y mediante una apelación directa a los accionistas. Es habitual, que la aparición de las OPAs hostiles venga a cuestionar ciertas normas o pautas sobre las conductas que se consideran aceptables en el mundo económico y empresarial, que por reflejar convenciones sociales operarían al margen de cualquier plano normativo, y que intervendrían en contra de la legitimidad o admisibilidad de las formas hostiles o no negociadas de combinación e integración de empresas, se trata de un factor que se ha manifestado históricamente en todos los mercados, incluso en aquellos que ahora están más familiarizados con las tomas de control y en los que éstas revisten una mayor relevancia económica, pero que en nuestro país se puede generalizar probablemente se vea

acentuado por las propias características de concentración del mercado financiero y por los numerosos vínculos y relaciones existentes entre sus principales operadores.⁸

1.4. Mercado de control y régimen de Oferta Pública de Adquisiciones (OPAs)

Breve análisis del Régimen de OPAs Imperativas y Parciales

Si bien la operatividad del mercado de control societario, se ve afectada por un conjunto de elementos exógenos, relativo a características estructurales de las sociedades cotizantes como a las convenciones culturales imperantes en el mundo empresarial, encuentra un factor condicionante en la ordenación jurídica de las OPAs o tomas de control que, lejos de resultar un factor neutral o indiferente en el plano económico, condiciona por completo las formas de adquisición y de transmisión de participaciones accionariales significativas y, con ello, las posibilidades operativas y de desarrollo del propio mercado de control.

Por lo que resulta primordial considerar el tema de las OPAs imperativas e Imparciales. Siendo que el aspecto básico consiste en el modelo de OPA obligatoria, mismo que erige a ésta en un instrumento de utilización imperativa en cualquier supuesto de adquisición o de consolidación del control de una sociedad cotizada.

De acuerdo con el régimen perfilado por el Artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores (España), que delimita y concreta el Decreto de 26 de julio de 1991, la formulación de una OPA se impone a cualquier persona que pretenda adquirir el control de hecho (convencionalmente fijado en un porcentaje del 25 por 100 del capital) o de derecho de una sociedad bursátil, o bien consolidar la situación de la que ya disfrute (en virtud de una participación situada entre el 25 y el 50 por 100, que se pretenda incrementar en más de un

⁸ Ibidem

6 por 100 en un periodo de doce meses), sin que exista en consecuencia posibilidad alguna de valerse de cualquier otro procedimiento o mecanismo alternativo. Esto supone básicamente la posibilidad de estructurar la operación de adquisición del control de una sociedad cotizada en función de criterios de simple oportunidad o conveniencia económica, libremente apreciados por el adquirente y, en su caso, por quienes disfruten de participaciones significativas ya formadas en la sociedad afectada, por la ineludible necesidad de proceder a través de una oferta pública que, por su propia naturaleza, ha de dirigirse al conjunto de los accionistas y bajo unas condiciones iguales y uniformes.⁹

Así la mayor incidencia de este régimen riguroso se produce en relación a las compras negociadas de paquetes accionariales ya formados, que por definición quedan excluidas cuando lleven al adquirente a superar cualquiera de los umbrales a los que el legislador conecta la obligación de formular una OPA. García De enterría sostiene que el régimen de OPA obligatoria restringe de forma radical las posibilidades de transmisión de las participaciones significativas existentes y formadas, probablemente, a través de una OPA anterior, por la imposibilidad de sus titulares de negociar su transmisión bajo condiciones libremente acordadas y por la obligación que se les impone de concurrir con sus acciones, junto al resto de los accionistas y en un plano de igualdad, a la oferta pública que legalmente ha de formular el adquirente; éste régimen incide de forma decisiva sobre la realidad económica contemplada, trastocando por completo los presupuestos y condiciones sobre los que opera y comprometiendo, en el límite, la existencia misma del supuesto de hecho regulado.

El modelo imperativo de OPA, surgido históricamente en un mercado evolucionado como el del Reino Unido, de donde ha ido pasando más por mimetismo que por un proceso de reflexión autóctono a la mayoría de los países continentales, podría encontrar cierta justificación, si acaso, en relación a

⁹ García De Enterría, Javier (1999). *“Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs”*. Madrid: Civitas Ediciones SL

las sociedades de accionariado difuso, en las que la inexistencia de participaciones accionariales significativas fuerza al adquirente a buscar el control a través de un simple acopio o recogida de acciones. Porque en estos casos, cuando el paquete de control ha de formarse ex novo, es claro que todas las acciones de la sociedad afectada se presentan como bienes absolutamente fungibles y que el adquirente, en consecuencia, carece por principio de razones atendibles para discriminar dentro del propio cuerpo accionarial mediante la aplicación de condiciones de compra desiguales, se añade a ello, que la formación de un paquete de control en una sociedad caracterizada con anterioridad por la inexistencia de accionistas significativos puede suponer una mutación cualitativa en la posición de los accionistas minoritarios, en especial, cuando la operación comporte la inserción de la entidad en un grupo y una pérdida de su autonomía de gestión, algo que podría invocarse también a favor de la imposición de un procedimiento como la OPA, que encuentra parte de su justificación en la conveniencia de arbitrar un mecanismo de salida a los accionistas frente a operaciones que puedan alterar las bases económicas de su inversión.¹⁰

En el caso español, distinguidos autores sostienen que este tipo de consideraciones resultan inadecuadas, pues las sociedades cotizadas disfrutan por lo general de formas concentradas de propiedad y en el que las operaciones de toma de control presuponen, de modo general, la transmisión de una participación accionarial ya formada y la consiguiente sustitución del accionista significativo o mayoritario. No se trata solo de que la simple entrada de una nueva persona en una posición de control preexistente carezca generalmente de incidencia alguna sobre la posición e intereses de los accionistas minoritarios, al no verificarse mutación alguna en cuanto a la estructura accionarial de la sociedad y a su nivel de concentración. Además, que el único efecto tangible que produce en estos casos el régimen de OPA imperativa consiste en dificultar y en entorpecer la transmisión de las

¹⁰ Ibidem

participaciones de control ya formadas y, con ello, las posibilidades de sustitución de los equipos gestores y directivos.

Es así que esta situación, evidentemente perjudica a los propios accionistas de control, que pierden la libre transmisibilidad de sus acciones, situación que en Alemania ha provocado reproches de inconstitucionalidad, por afectarse así al núcleo esencial de la libertad de empresa y del derecho de propiedad y que pueden verse compelidos por este motivo, ante la ausencia de mecanismos alternativos de salida, a permanecer en la sociedad de forma indeseada; se trata de un fenómeno que puede desincentivar la salida a bolsa de numerosas empresas, por el lógico temor de los socios mayoritarios a ver mermadas con la cotización bursátil las posibilidades efectivas de venta futura de sus participaciones. Pero los mismos efectos perversos han de producirse también para los propios accionistas minoritarios, y para el dinamismo y ductilidad del sistema económico en general, en la medida en que esta iliquidez de los bloques accionariales de control obstaculiza gravemente las posibilidades reales de renovación de la gestión de la empresa y de inserción de ésta en el marco de estructuras empresariales más rentables y eficientes; suponiendo que el sistema imperativo de OPAs, lejos de mejorar en forma alguna la posición de los pequeños accionistas de las sociedades cotizadas, suscita un más que flagrante riesgo de inmovilidad y de petrificación de las situaciones de control ya existentes, comprometiendo seriamente tanto el funcionamiento ágil y eficiente del mercado de adquisiciones como los propios intereses económicos del conjunto de los accionistas.

García De Enterría cita el caso suizo, que a través de la Ley Federal sobre las bolsas y el comercio de valores mobiliarios de 1995, prevé un régimen de OPA obligatoria meramente dispositivo, que las sociedades pueden enmendar estatutariamente en función de su propia conveniencia y estructura de propiedad. La autonomía estatutaria alcanza así, tanto la posibilidad de derogar la necesidad misma de formulación de una OPA para la adquisición de una participación significativa, como a la posible elevación hasta el 49 por 100 del

capital de la participación que puede ser adquirida libremente sin desencadenar obligación alguna de compra, evitando de este modo la rigidez propia de cualquier disciplina general rigurosamente imperativa y al permitir a las sociedades modular en el límite, derogándolo el modelo de OPA imperativa de acuerdo con su propia situación accionarial; este sistema puede resultar adecuado para mercados en los cuales predominen entidades cotizadas con bloques accionariales ya formados y en los que interese propiciar o cuando menos no obstaculizar la renovación de los grupos de control.

Sin embargo, es importante mencionar que el régimen imperativo de OPAs, por encima de sus indeseables efectos económicos, descansa sobre una percepción general en cuanto a la justicia de las distintas formas de realizarse los cambios de control en las sociedades cotizadas, por las suspicacias que suele levantar el abono selectivo a determinados accionistas de un precio de compra superior al valor de cotización bursátil y por la consiguiente desconfianza que puede generarse en cuanto a la integridad de éste. Estas apreciaciones difusas de justicia son las que acaban condicionando las posibilidades del legislador en relación a la ordenación jurídica de las OPAs, por encima de cualquier criterio de racionalidad económica, considerando que la canalización del ahorro hacia los mercados de valores exige generar un clima de confianza entre los inversores mediante la promulgación de un marco jurídico que evite, entre otras cosas, posibles percepciones de tratamiento injusto o discriminatorio.

Cabe resaltar que la generalización de los sistemas de OPA obligatoria en los ordenamientos europeos interviene también en la misma línea, al ilustrarse así la progresiva conformación de una *communis opinio* sobre la forma ideal de regulación de las operaciones de cambio de control que acaba condicionando seriamente las posibilidades reales de elección de los legisladores.¹¹

¹¹ García De Enterría, Javier (1999). *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL

Por otro lado, partiendo del teórico fundamento de los regímenes de OPA obligatoria, es claro que los argumentos que lo sustentan, como es el reparto de la prima que suele acompañar a las operaciones de cambio de control, junto a la necesidad de permitir la salida de los minoritarios que prefieran no permanecer en la sociedad junto al nuevo socio dominante únicamente pueden encontrar su plena realización práctica en un sistema de OPA total, que obligue al adquirente a extender su oferta a la totalidad del capital de la sociedad afectada. En caso contrario, dadas las normas de prorrateo que rigen en caso de sobreaceptación de una oferta parcial, los accionistas sólo pueden beneficiarse de ésta en relación a la parte de sus valores que sea adquirida por el oferente, viéndose obligados a permanecer en la sociedad y sin derecho a prima alguna por el resto de sus acciones.; así, los regímenes como el español buscan no encarecer de forma excesiva la realización de las tomas de control.

En tal sentido, García De Enterría considera que dado el coste económico y los efectos desincentivadores que comportan los modelos de OPA total, podría decirse que la facultad reconocida al adquirente de una participación significativa de limitar su oferta a un porcentaje reducido del capital se presenta como el fruto de un simple compromiso normativo, que lleva al legislador a diluir los fines institucionales propios de este sistema al objeto de no obstaculizar excesivamente de acuerdo con un elemental entendimiento económico la realización de las operaciones de cambio de control. Además, los graves reparos que suscita el sistema imperativo de OPA, desde la perspectiva de su onerosidad y escollos que introducen en el funcionamiento del mercado de control, se ven algo mitigados en los sistemas que reconocen la posibilidad del adquirente de limitar su compromiso financiero en la sociedad afectada a un porcentaje determinado del capital. Con todo, y a pesar de su menor incidencia económica, las insalvables contradicciones internas que aquejan a los sistemas de OPA parcial acaban generando notables problemas de aplicación práctica que suelen conducir, una vez consagrado el principio de igualdad de trato de todos los accionistas en las tomas de control, a un progresivo endurecimiento de sus condiciones y, de esta forma, a un mayor embotamiento económico.

Resulta trascendente, citar a manera de ejemplo el caso español, en el que las OPAs parciales, al margen de incorporar una prima sustancialmente inferior a la que es usual en las OPAs totales, suelen ir seguidas de importantes caídas en la cotización bursátil de la sociedad afectada, prescindiendo de los motivos que podrían explicar este fenómeno (menor liquidez de las acciones, desaparición de cualquier expectativa de pago de una prima de control, subordinación del interés social a los intereses de un grupo, temor a que el patrimonio o la rentabilidad social puedan verse afectados por los compromisos financieros asumidos por el nuevo socio de control, desconfianza en la capacidad gestora de éste). Es indudable que el mismo pone en entredicho los fines normativos perseguidos con la figura, toda vez que la prima obtenida por los accionistas a través de la venta parcial de su participación en el seno de la OPA se ve consumida por la subsiguiente pérdida de valor que padecen en relación a las acciones que se ven forzados a conservar. Se trata pues, de un problema de incierta solución, dado que la reacción natural de proscribir las OPAs parciales y de obligar a cualquier adquirente a extender su oferta a la totalidad de las acciones resulta difícilmente compatible en especial en un mercado de control mínimamente ágil y operativo; es que, los sistemas de OPA total, al margen de inmunizar a las sociedades de mayor envergadura y de dificultar cualquier operación de cambio de control, intervienen en contra del significado mismo de los mercados de valores y de la necesidad de ampliar su base, al ser la concentración de todo el capital social en un único accionista incompatible con el mantenimiento del carácter bursátil de la sociedad.

Considerando la normativa en el caso de Perú, el fundamento de la obligatoriedad de la OPA es, básicamente, salvaguardar el derecho del accionista minoritario a obtener la prima de control ofreciendo un trato igual a todos los accionistas (principio de paridad de trato).

Conforme se establece en el Reglamento de OPA, está obligado a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que pretende adquirir a título

oneroso, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones con derecho a voto, obligaciones convertibles en acciones, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones representativas del capital con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores, cuando dicha adquisición permite alcanzar o incrementar la participación significativa en el emisor en los casos previstos en la reglamentación.

La obligación de efectuar una OPA, surge como consecuencia de la decisión de una persona natural o jurídica que pretende adquirir una participación significativa y ya no de adquirir lo que el derogado Decreto Legislativo No. 755 llamaba capacidad decisoria. No obstante, la diferencia no parece tener relevancia si se tiene en cuenta que ambos conceptos se “construyen” sobre la base de porcentajes que no necesariamente implican el control efectivo de la sociedad.

Según Gerardo Serra Puente – Arnao lo antes mencionado, parece incidir en un ámbito subjetivo sobre el cual es difícil indagar o precisar. Ello se ve atenuado con el dato objetivo de la participación significativa. Si bien resulta difícil conocer cuándo estuvo obligado a realizar una OPA. No obstante, la determinación del momento de la obligación resulta posterior a la adquisición misma si se tiene en cuenta que, en este orden de ideas, sólo es posible conocer ese momento una vez realizada la operación en la cual alcanza o incrementa la participación significativa.¹²

En similar sentido, Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete manifiesta “que al haber puesto la normativa española (lo que es aplicable para la normativa peruana) el acento en un elemento difícilmente objetable, cual es la intención de adquirir una participación significativa, que es un elemento interno de quien

¹² Serra Puente-Arnao Gerardo (1999). *“El Mercado de Valores en el Perú”* Lima-Perú. Cultural Cuzco S.A. Editores

adquiere, hace difícil o imposible la determinación de un momento preciso en que surge la obligación y, por tanto, si bien deja claro que el paso del 24.99 al 25% o más debe llevar consigo la formulación de una OPA por el 10% no deja, sin embargo, claro cómo deben considerarse todos los actos anteriores y, caso de ser posibles y lícitos, cuál debe ser su trascendencia para la OPA". Los problemas de determinación se hacen evidentes, también, cuando primero se adquiere un 20% a un precio X, sin haber pasado el umbral, y luego se formula una OPA por un precio X+Y. Ante estos casos, el citado autor hace valer el elemento intencional que parece definitivo "si existía el propósito desde el comienzo, debería haberse efectuado una OPA desde el principio".¹³

Asimismo, el autor señala que el elemento intencional nos deja ver que estamos ante un modelo de OPA a priori, es decir, aquél en el cual la obligación de realizar una OPA nace antes de realizar la adquisición, o dicho de otra manera, el modelo en el cual la OPA se constituye en el camino necesario a transitar por quien pretende alcanzar o superar la participación significativa en una sociedad cuyas acciones representativas de su capital estén admitidas a negociación en bolsa.

Por tanto, el nacimiento de la obligación de efectuar una OPA supone la configuración de un supuesto de hecho respecto del cual queda determinado el ámbito de aplicación de la norma; este supuesto de hecho se configura en relación a la sociedad en cuyo capital se pretende alcanzar o superar la participación significativa, a la forma y al objeto de adquisición que se pretende alcanzar.

La OPA, constituye una figura legal típica del Derecho del Mercado de Valores, pues su ámbito de aplicación se encuentra referido a las sociedades que tienen sus acciones inscritas en la bolsa de valores, excluyéndose a las sociedades sometidas exclusivamente a la LGS.

¹³ Ob. Cit. Serra Puente-Arnan Gerardo (1999). *"El Mercado de Valores en el Perú"* Lima-Perú. Cultural Cuzco S.A. Editores

Finalmente, la obligación de realizar una OPA surge cuando se pretende adquirir acciones a título oneroso, siendo irrelevante cualquier forma de adquisición que se realice a título gratuito como la derivada de una herencia o donación.

CAPITULO II

EL CONTROL DEL PODER SOCIETARIO EN LA GRAN EMPRESA Y LA FUNCION DE LAS OPAs

2.1. Introducción

Entre los fenómenos de la vida mercantil, concretamente en el caso español, que en los últimos años se han visto aupados a un lugar de atención preferente por parte tanto de los estudiosos como de los simples seguidores de la vida económica se encuentra claramente el de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (OPAs). El cada vez más firme asentamiento de este mecanismo en éste mercado, consecuencia en parte de su progresiva aceptación por los operadores económicos, se ha visto correspondido con una creciente preocupación del legislador por encontrar un marco jurídico del mismo que asegure adecuadamente su ordenado desenvolvimiento y una protección efectiva de los inversores.

La creciente importancia de las OPAs ha originado además un renovado interés de la doctrina por el estudio de esta figura, con la finalidad sin duda de responder en el terreno del discurso jurídico a su consolidación en el tráfico comercial y contribuir así a resolver los innumerables y complejos problemas que su realización suscita. García de Enterría considera que en el caso español, sin embargo, la reflexión sobre la disciplina y el régimen de las OPAs ha solido transcurrir por unos cauces excesivamente angostos y formalistas, más atentos a la vestidura jurídica de la operación que a su verdadero significado y trascendencia. Por ello, no ha solido apreciarse la trascendencia que este mecanismo puede presentar para perfilar la estructura orgánica de las sociedades anónimas que cotizan sus valores en bolsa y, en particular, su

incidencia sobre el que generalmente suele conceptuarse como el principal problema del Derecho de Sociedades de nuestro tiempo, y frente al cual los instrumentos clásicos del ordenamiento mercantil no han sabido responder: el control de un poder societario autónomo y desvinculado por completo de la propiedad de la empresa, y la consiguiente necesidad de articular medios de tutela de los accionistas ajenos al grupo de control. En concreto, la imposibilidad de aprehender la esencia y el funcionamiento de la gran sociedad anónima a través de los únicos conceptos y elementos del Derecho de Sociedades y la necesidad de completarlos con piezas organizativas de nuevo cuño encuentra en las OPAs uno de sus más claros ejemplos, en tanto que elemento de conexión entre la función fiscalizadora desplegada por los modernos mercados de valores y el modelo legal de distribución de poderes en el seno de las grandes sociedades.¹⁴

Resulta trascendental considerar la experiencia de los países donde las OPAs han alcanzado su mayor grado de desarrollo proporciona una serie de elementos y pautas sobre los que se recortan de forma precisa los perfiles de esta importante función de control que pueden desplegar los modernos mercados de valores, y que resultan esenciales para valorar en sus justos términos el progresivo desarrollo de un mercado de OPAs en nuestro país.

2.2. Principios Generales que fundamentan la normativa jurídica en materia de OPA.

Basándonos en la regulación de Venezuela, los principios generales del moderno mercado de valores, fundamentan el marco jurídico de regulación de las OPAs y en particular los siguientes:¹⁵

¹⁴ García De Enterría, Javier (1999). "Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs". Madrid: Civitas Ediciones SL.

¹⁵ Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs), elaborado por la Dirección de Asesoría Legal de la Bolsa Nacional de Valores S.A., abril 2001

a- Principio de Protección a los Ahorrantes: Para este caso, limitado a los accionistas de la sociedad afectada, ofreciendo al efecto un esquema de garantías, publicidad y seguridad que evite la lesión de los intereses legítimos de éstos, a través del control de estas operaciones por parte de la entidad reguladora, en nuestro país corresponde a la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

b- Principio de Igualdad *o equality of information*: Evitando que unos accionistas se vean beneficiados en detrimento de otros, dirigiéndose a todos los accionistas en igualdad de condiciones (o mediante un mecanismo de prorrateo que beneficia precisamente al pequeño accionista). La información sobre las sociedades participantes en una oferta de adquisición debe intentar ponerse a disposición de todos los accionistas, al mismo tiempo y de la misma forma.

c- Principio de Información: Su principal aplicación se da en el prospecto o folleto que la sociedad oferente ha de presentar a la SUGEVAL y posteriormente difundir tras la aprobación de la oferta.

d- Principio de Transparencia *o full disclosure*: El mecanismo de la OPA evita que estas operaciones tengan lugar sin conocimiento por parte del mercado de valores en general, como sucedería a través de operaciones directas y sucesivas u otros procedimientos (conocidos como el goteo, o ramassage, que son compras y ventas sucesivas pretendiendo guardar el secreto del nombre del adquirente). Debe asegurarse una información amplia y completa que permita a los accionistas, en tanto que destinatarios de la oferta, tomar una decisión fundada sobre sus valores cuando se vean confrontados a una operación de toma de control de la sociedad a la que pertenece.

2.3. La separación de propiedad, gestión en las grandes sociedades, función y procedencia de las OPAs

2.3.1. La Insuficiencia del Derecho Societario como instrumento de control

La creciente falta de correspondencia entre el modelo orgánico de ejercicio de funciones perfilado por las normas reguladoras de la sociedad anónima y el equilibrio real de poderes en las grandes empresas acogidas a esta forma social ha caracterizado, la evolución reciente del sistema societario. En claro contraste con la concepción democrática inspiradora de los textos legales clásicos, que edificaban el equilibrio de poderes en torno al principio de la soberanía de la junta de accionistas, ha ido afirmándose de forma progresiva y sostenida un régimen de naturaleza oligárquica, en el cual el órgano de administración concentra y unifica en sus manos el control absoluto sobre la marcha de la empresa. El abandono de los presupuestos jerárquicos que sustentaban la relación entre los accionistas y los administradores, y que encontraban en la figura del mandato su cauce de expresión jurídica, no es sino una consecuencia de esta progresiva consolidación de un poder gestor que es ejercido de forma prácticamente autónoma, al margen de cualquier injerencia por parte de los accionistas. La estructura del capital y la composición del accionariado, evidentemente, condicionan de forma necesaria la extensión e intensidad de este fenómeno, que tiene lugar en muy diversos grados.

El hecho es que en una gran mayoría de las grandes sociedades anónimas abiertas o bursátiles viene a quebrarse la vinculación tradicional entre la gestión y la propiedad de la empresa, al descansar aquélla en participaciones de capital que por sí solas son insuficientes para asegurar la mayoría en las juntas de accionistas.

Este fenómeno, ampliamente conocido desde la capital obra de Berle y Jeans¹⁶, y recogido ya por Garrigues bajo el expresivo término de "feudalismo

¹⁶ Ob. Cit. *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, 1933. De la importancia de esta obra habla el hecho de que algún autor haya llegado a considerarla como la segunda obra sobre Economía de mayor trascendencia del siglo XX, tras la "Teoría General" de KEYNES;

financiero"¹⁷, hunde sus raíces en la existencia de una multitud de pequeños accionistas con un capital reducido y carentes de toda *affectio societatis*, para quienes la rentabilidad de su inversión, en la doble forma de dividendos y de cotización, es el único factor explicativo de su ingreso en la sociedad. Lo determinante, en todo caso, es que la creciente dispersión del accionariado hace que la facultad de dirección de las sociedades abiertas o bursátiles descansen en una participación en el capital cada vez menor y que el poder de los administradores se ejercite con un elevado nivel de independencia frente a los accionistas; "el poder se ha dicho se concentra en minorías inversamente proporcionales a las dimensiones y envergadura de la sociedad".¹⁸

Así, ante esta desnaturalización del equilibrio de poderes diseñado por el legislador, la reacción normal ha consistido en lamentarse por la supuesta inhibición mostrada por los pequeños accionistas frente a la gestión de la sociedad que, al menos nominalmente, les pertenece y por su aparente resistencia a cumplir con las funciones que los textos legales les reservan dentro de la estructura social. De esta manera, se explica que el deseo de reconducir la realidad y el funcionamiento de las grandes empresas al armónico y elegante modelo constitucional diseñado por las leyes para las sociedades anónimas haya dado lugar a una multitud de propuestas orientadas a estimular la participación de los pequeños accionistas en la vida social y a acabar así con la inadecuación del marco normativo a la realidad económica.

Según García De Enterría, no parece que el absentismo de los accionistas y la consiguiente concentración del poder en los órganos directivos pueda ser objeto de apreciaciones demasiado críticas. En efecto, hoy en día suele

así, SERRA RAMONEDA, *Sistema Económico y empresa*, Barcelona, 1986, pág. 89, quien cita las palabras de MANNE en este sentido.

¹⁷ Ob. Cit. *Tratado de Derecho Mercantil*, t. 1, vol. II, Madrid, 1947, pág. 625; este feudalismo financiero, escribió GARRIGUES, "destruye todos los principios democráticos que le estorban y singularmente el principio fundamental de la proporcionalidad entre la participación en el capital y la participación en la gestión".

¹⁸ García De Enterría, Javier (1999). *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

aceptarse por la doctrina económica que es en esta ruptura del binomio propiedad-poder donde debe buscarse la principal causa del éxito de la gran sociedad anónima como forma de organización. Es precisamente, esta separación de control y propiedad lo que hace posible tremendas agregaciones de propiedad; gracias a ella, en efecto, los dirigentes de las empresas pueden reunir los capitales que el desarrollo de las industrias modernas exige, apelando al ahorro de la población; los inversores, por su parte, al carecer de las capacidades necesarias para poder ejercer adecuadamente la función directiva, encuentran en la gestión profesionalizada de las grandes empresas una sólida garantía de la productividad de su inversión. Se produce una especialización de funciones, mediante la cual los accionistas asumen el papel de aportantes de capital a cambio del derecho a participar en las ganancias sociales, y los administradores, dotados de los conocimientos indispensables para la gestión de una gran empresa, pueden aplicar su competencia técnica aún careciendo de los fondos económicos necesarios.

De esta manera, la progresiva afirmación de un poder gestor autónomo localizado en los órganos de administración, que contribuye sin duda a organizar de forma eficiente la base patrimonial de la sociedad, suscita sin embargo numerosas cuestiones a propósito de la protección de los accionistas minoritarios. Éstos, preocupados únicamente por la rentabilidad y liquidez de su inversión, carecen de incentivo alguno para ejercer la función fiscalizadora que los textos legales les asignan en relación a la actividad desplegada por el órgano de gestión. No sólo la información necesaria para poder llevar a cabo este control es difícil de adquirir, sino que su estudio y evaluación requiere unos esfuerzos que normalmente no guardarán correlación alguna con los beneficios que el accionista podría obtener. Aunque realizase esta labor, debería todavía confiar en su capacidad de influencia sobre los propios administradores y sobre los restantes accionistas para poder llevar sus recomendaciones a la práctica. A ello se añade, además, el elevado nivel de conocimientos exigido para poder intervenir en la administración de una gran empresa y el hecho de que el accionista no podría conservar para sí las ganancias que pudiesen resultar de

un cambio de gestión (pues éstas se repartirían en función del grado de participación en la sociedad, y no de la labor de control desempeñada).¹⁹

Por ello, si consideramos también que los inversores suelen ser al mismo tiempo accionistas de varias sociedades, en virtud de una elemental política de diversificación, se hace manifiesto cómo el propio interés del pequeño accionista postula una actitud de pasividad, de apartamiento de la gestión de la sociedad a la que pertenece. La venta de las acciones en el mercado es, sin duda, la actitud racional por parte del accionista descontento con la forma en que los administradores llevan la empresa.

Es por esto que la posible divergencia de intereses que puede resultar del hecho de que quienes toman las decisiones en las grandes empresas no sean frecuentemente los que soportan sus principales consecuencias, y el consiguiente riesgo de que los administradores persigan su propio beneficio por encima del de los accionistas, se presenta en efecto como un problema ignorado por el clásico Derecho de sociedades que, en su concepción de la junta como órgano soberano, confiaba básicamente la tutela de los accionistas al derecho de voto. Pero vaciado este derecho de la función fiscalizadora que los textos legales le asignaban, y convertido normalmente en mero instrumento de respaldo y adhesión a quienes concentran el poder, se hizo evidente la necesidad de encontrar nuevos mecanismos de defensa del accionista, que sirviesen para confinar y circunferir el poder irrestricto de los órganos de dirección.

Ante lo cual García De Enterría señala que el control de este poder de gestión autónomo es, hoy en día, un problema irresuelto, frente al cual el legislador no ha sabido ofrecer más de “insinuaciones”, y que carece todavía de soluciones claras y contundentes. Característico de este proceso, en todo caso, es el abandono de los estrechos moldes del Derecho societario clásico la

¹⁹ García De Enterría, Javier (1999). *“Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs”*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

búsqueda de las fuentes del control fuera de los esquemas privados de la sociedad anónima tradicional. Así, al resultar la estructura organizativa de ésta insuficiente, por su vinculación a los derechos políticos y patrimoniales del accionista, para dar debida cuenta de la nueva realidad económica de la gran empresa, no debe extrañar que el control del poder directivo haya pasado a verse como un problema externo, que sólo puede afrontarse con instrumentos mercantiles distintos de los tradicionales.²⁰

En este sentido, suele poner énfasis en el control realizado por órganos de carácter público, que encuentran en la protección de los accionistas uno de sus parámetros esenciales de actuación. Entrarían aquí, fundamentalmente, las distintas modalidades de control contable desarrollado por personas externas a la sociedad y la intervención de las instituciones rectoras de los mercados de valores, en su faceta de órganos encargados de la tutela de los inversores. Pero tiende a ignorarse, sin embargo, la capital función que los modernos mercados de valores pueden desplegar en este proceso de sometimiento y control del poder gestor de la gran sociedad anónima y la correlativa protección que los mismos son capaces de ofrecer a los accionistas; por esto, sólo apreciando este fenómeno puede captarse la esencia de una operación como la OPA y el significado que la misma reviste para perfilar la estructura institucional de las sociedades anónimas que cotizan sus valores en bolsa. La configuración misma de las OPAs y, en particular, la posibilidad que ofrecen al oferente para dirigirse directamente a la base accionarial de la sociedad afectada, prescindiendo de todo acuerdo con las instancias gestoras de ésta, se justifica precisamente por esta creciente conexión del Derecho de sociedades con la realidad de los modernos mercados de valores y por la acuciante necesidad de dar formulación jurídica, en el marco del ordenamiento mercantil, a la realidad de los accionistas como inversores.

2.3.2. La función disciplinaria de las OPAs en los mercados de valores desarrollados

²⁰ Ibidem

La función que las OPAs pueden desplegar en un mercado de valores eficiente para embridar el poder de los órganos directivos de las grandes sociedades y para aliviar con ello el problema de la separación de la propiedad y de la gestión en su seno es una consecuencia directa de los mecanismos que determinan la fijación de los precios de los valores mobiliarios. Según las modernas teorías económicas sobre la eficiencia de los mercados de capitales, la fijación de los precios de los valores mobiliarios es una mera consecuencia de la progresiva incorporación a los mismos de la información que va accediendo al mercado y de su valoración por los agentes que en él operan; por tanto, conforme lo señala García de Enterría, la valoración que el mercado realice de la calidad de la gestión de la sociedad será uno de los componentes esenciales que determinen el nivel del precio de sus acciones, por tratarse claramente de uno de los principales condicionantes del valor presente de una empresa. Ante una gestión percibida como deficiente, los accionistas, dada la dificultad e inutilidad de cualquier intento de cambio de dirección desde dentro de la propia estructura social y amparándose en la libre enajenabilidad de sus valores, tenderán a disponer de los mismos, arrastrando su precio a la baja. Si esta estimación es compartida por los demás inversores y la incorporación de nuevos accionistas es escasa ante las pobres perspectivas de la sociedad, es claro que la cotización tendrá a situarse por debajo de su verdadero potencial.

Esta valuación de la empresa realizada de forma neutral por los mercados de valores, que permite comprobar la aceptación de la política gestora seguida por los administradores, proporciona un parámetro esencial con el que los inversores pueden contrastar el valor potencial de una empresa con su valor real, tal como resulta de su precio en bolsa, esta estimación objetiva que representa la cotización en bolsa de una sociedad es precisamente la que está en el origen de la función fiscalizadora y disciplinaria que las OPAs pueden desplegar en un mercado avanzado. En efecto, cuando una gestión deficiente coloque el valor de mercado de una empresa por debajo de su valor potencial, surge la posibilidad de obtener una ganancia adquiriendo el control de la misma y estimulando un cambio de administración.

La descripción del mercado de control societario no se realiza de acuerdo con un modelo teórico o apriorístico tendente a formular unas pautas ideales de funcionamiento del mecanismo de las OPAs. Por el contrario, en los países donde las OPAs han alcanzado su mayor desarrollo, suele considerarse que las mismas han recaído generalmente sobre sociedades mal gestionadas, que se mostraban incapaces para satisfacer cumplidamente los intereses de sus accionistas y que encontraban serias dificultades para competir con empresas más innovadoras. Según García De Enterría este hecho resulta especialmente saliente si dentro del fenómeno unitario de las OPAs se distinguen aquellas que son realizadas de forma "hostil", en contra del parecer y de la voluntad de los administradores de la sociedad afectada, de las operaciones negociadas o acordadas, en las que la opción por el mecanismo de la OPA resulta del acuerdo de las empresas implicadas. Así, en los mercados más evolucionados, ha podido acreditarse que la "hostilidad" es característica de las operaciones en las que el oferente busca rentabilizar su inversión mediante el desplazamiento de los antiguos órganos directivos y la puesta en práctica de un cambio radical en la gestión social, mientras que la impronta amistosa o negociada suele prevalecer en las OPAs motivadas por la simple búsqueda de sinergias y de los beneficios que habitualmente acompañan a la integración de dos empresas. La explicación de este fenómeno es clara: mientras que las OPAs que buscan un cambio radical de gestión de la sociedad afectada difícilmente podrán contar con la colaboración de los administradores a quienes precisamente se quiere desplazar, las operaciones destinadas a beneficiarse de la integración de dos empresas requieren normalmente un profundo intercambio de información y una colaboración leal y estrecha entre los respectivos cuerpos directivos que, evidentemente, sólo resulta posible a través de un procedimiento amistoso y concertado; de la misma forma, mientras que las ganancias resultantes de la integración de dos empresas, cuando sean importantes, serán normalmente apreciadas por los cuerpos gestores de ambas, los beneficios que puede comportar un cambio de gestión en la sociedad afectada difícilmente pueden

vincularse a la aprobación de los directivos causantes de la mala situación social y cuya destitución tendrá lugar de producirse el cambio de control.²¹

De lo expuesto anteriormente se infiere claramente que la posibilidad ínsita en las OPAs de dirigirse directamente a la base accionarial de la sociedad afectada para eludir así la posible discordancia de sus órganos gestores resulta esencial para que la función fiscalizadora y de control que a las mismas se reserva pueda desplegarse en su plenitud y sin interferencias. No es el cariz hostil que una OPA puede revestir, por tanto, algo que vaya en contra de una supuesta sustantivación e inmutabilidad del interés social de la entidad afectada. Se trata, por el contrario, de un presupuesto ineludible en la configuración institucional de las OPAs, al que se vincula directamente el cumplimiento de las funciones que a las mismas reserva el legislador dentro del marco del control de las grandes sociedades anónimas abiertas o bursátiles.

De este proceso de control consumado por el mercado de valores mediante el procedimiento de las OPAs se benefician, evidentemente, los accionistas de las sociedades sobre las que recae una operación de adquisición. Éstos, en efecto, pueden optar entre la venta de sus valores a un precio habitualmente superior al de mercado o por permanecer en la sociedad para beneficiarse del cambio de gestión que pueda aportar el oferente. Lo más significativo de este mecanismo de control, sin embargo, es la tutela que ofrece también a los accionistas de las sociedades que no son objeto de una OPA. El deseo de evitar cotizaciones en bolsa deprimidas que puedan dar lugar a un proceso hostil de adquisición constituirá, en efecto, el principal incentivo de los administradores para llevar a cabo una gestión efectiva de la sociedad que atienda a los intereses de los accionistas y para evitar conductas e inversiones que puedan servir a intereses ajenos a los de la simple rentabilidad de la empresa. Se logra con ello mayor permeabilidad de la sociedad en relación a los pronunciamientos del mercado de valores y, en definitiva, una mayor atención de los administradores hacia los intereses de los accionistas, lo que permite

²¹ Ibidém

aliviar considerablemente los problemas que en la gran sociedad anónima suscita la existencia de un poder gestor autónomo desvinculado de la propiedad de la empresa. Es ésta, en definitiva, una función disciplinaria o preventiva que se produce por la simple existencia en el arsenal jurídico de un mecanismo como las OPAs y por la disposición de los agentes económicos a servirse del mismo.²²

No puede ignorarse, además, las limitaciones que sobre la aparente discrecionalidad de los órganos gestores se derivan de otras fuentes de control de tipo externo, como el mercado de bienes o servicios en que opere la sociedad o el mismo mercado laboral en que compiten los altos directivos. Sin embargo, si consideramos la limitada trascendencia que suele atribuirse a los demás instrumentos de control de las instancias gestoras de las grandes sociedades, no debe extrañar que, en los países donde más desarrollo han tenido, las OPAs se hayan acreditado como el mecanismo más efectivo para acotar el poder liberado de los administradores y para asegurar una gestión más atenta a los intereses de los accionistas. Vienen a mitigarse así, en definitiva, los riesgos que para los accionistas de las sociedades bursátiles pueden derivarse de la existencia de un poder gestor autónomo y desvinculado de la verdadera propiedad de la empresa.

El intenso e insoslayable conflicto de intereses en que normalmente se encuentran las instancias directivas de una sociedad sometida a un proceso de toma de control no acordado resultará especialmente grave en aquellos casos en que el oferente justifique la operación por la conveniencia de imponer un cambio de gestión que permita rentabilizar el verdadero valor de la empresa; en casos así, en efecto, dado el carácter sancionador que revestirán las OPAs, cabe suponer que la resistencia de los administradores al proceso de adquisición será mayor cuanto más deficiente haya sido su gestión al frente de la sociedad. Y en todo caso, con independencia de los motivos subyacentes a la formulación de la OPA, es claro que la intromisión de los administradores en un

²² Ibidém

proceso que por su propia naturaleza tiene que desarrollarse sin traba alguna entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada (a diferencia de lo que ocurre con otros instrumentos jurídicos de parecida significación económica, como la fusión) vendría a perturbar gravemente el propio significado que el legislador reconoce a este instrumento en el marco del control de la gestión de las grandes sociedades y de la protección de los accionistas minoritarios.

2.3.3. Análisis del régimen de OPA en la legislación ecuatoriana

En nuestra legislación la Oferta Pública de Valores está definida en la Ley de Mercado de Valores como toda invitación o propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos que se realiza con el propósito de negociar valores en el mercado.

Por su parte, las ofertas públicas de valores se clasifican en ofertas de adquisición, ofertas de venta y ofertas de suscripción. En las ofertas de adquisición, el oferente propone a los destinatarios la compra de sus valores ofreciéndoles a cambio dinero, en el caso de las acciones usualmente con la finalidad de conseguir o ampliar el control de una compañía que cotiza en Bolsa. En las ofertas de venta la oferta supone una propuesta del oferente a los destinatarios para la venta de valores propiedad del primero con la finalidad de transferir la propiedad de los valores y en las ofertas de suscripción, la oferta implica una propuesta del emisor para la suscripción de los valores objeto de la misma con la finalidad de obtener financiación.

En cuanto al régimen jurídico de las ofertas públicas en nuestro país está regido por la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias, en donde se detallan las normas que permiten la formulación y perfección de las relaciones contractuales que vinculan al emisor u oferente con los inversionistas incluyendo los requisitos de definición de las condiciones de la oferta, la autorización por parte de la Superintendencia de Compañías, la calificación de

riesgo (de ser el caso), la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, la circulación del prospecto de oferta pública y el procedimiento de colocación.

Asimismo, la Ley de Mercado de Valores establece que la oferta pública puede ser primaria o secundaria, la primera se refiere a la oferta que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado por valores emitidos por primera vez, la segunda se refiere a la negociación de valores emitidos y colocados previamente, es decir, valores que ya se encuentran en circulación. No obstante, en la Ley en mención no existe una clara definición de las ofertas públicas de adquisición, venta o suscripción, que en la mayoría de legislaciones cuenta con un régimen específico.

En tal sentido, enfocando nuestro análisis a la toma de control de sociedades que cotizan en Bolsa, la Ley de Mercado de Valores en su Artículo 36 dispone que "las personas naturales o jurídicas que directa o indirectamente deseen tomar el control de una sociedad, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, sujeta al control de la Superintendencia de Compañías o de Bancos y Seguros, sea mediante una o varias adquisiciones que individualmente o en conjunto impliquen la toma de control de una sociedad, deberán informar a la sociedad, al público y a cada una de las bolsas de la transacción que pretende efectuar, con una anticipación de por lo menos siete días hábiles a la fecha en que se efectuará la negociación. El C.N.V. normará el contenido y forma de la información que deberá proporcionar. Este aviso tendrá una vigencia de treinta días.

En dicha información se indicará, al menos, el precio, plazo, término, forma de pago y demás condiciones de la negociación a efectuarse, cualquiera que sea la forma de adquisición de las acciones incluidas las que pudieran realizar por suscripción directa."

En concordancia con la norma antes citada, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en la Sección III, Capítulo II, Título III, Artículo 7 estipula que "el aviso al que hace referencia el artículo 36

de la Ley de Mercado de Valores, deberá realizarse mediante una publicación en uno de los diarios de mayor circulación nacional, por lo menos, con siete días hábiles de anticipación a la fecha en que se realizará la negociación. Para el cómputo de dicho término, no se contará la fecha de su publicación.

El aviso deberá contener, a más de lo establecido en la Ley de Mercado de Valores, lo siguiente:

1. Razón social de la compañía de la que se desea tomar el control.
2. Nombre o razón social del demandante.
3. Monto a demandarse.
4. Fecha de inicio de la demanda.
5. Casa de valores.
6. Bolsa de valores en la que se efectuará la transacción.

El aviso deberá tener una dimensión mínima de dos columnas por quince centímetros, y se insertará en las secciones de información económica de los periódicos que las tuvieren. Esta publicación, una vez realizada, deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores del país."

A pesar del escaso desarrollo de la OPA en nuestro mercado, en el mes de Octubre y Noviembre del año 2006 se verificó en la Bolsa de Valores de Quito la OPA entre las compañías Cervecería Andina y Sab Miller, esta última en calidad de oferente, siendo el objetivo pasivo la toma de control de Cervecería Andina para posteriormente optar por la figura de la fusión de sociedades.

En definitiva, en nuestra legislación no existe un concepto legal de Oferta Pública de Adquisición de Valores, el procedimiento regulado es muy sencillo, no existe claridad en las normas de protección de los inversionistas minoritarios, sistema de prima de control e igualdad de trato de los accionistas.

El tratamiento de esta figura en Colombia es completamente distinto a nuestra realidad, su regulación se complementa con el objetivo que persigue.

En sí la Oferta Pública de Adquisición es una operación donde se pretende adquirir más del 10% de las acciones ordinarias en circulación de una compañía inscrita en Bolsa. De igual forma quien pretenda adquirir más del diez por ciento (10%) de las acciones ordinarias en circulación solo podrá incrementar su participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%) de las acciones ordinarias en Circulación.

Al igual que en nuestro país, las Oferta Publicas de Adquisición son aprobadas por la Superintendencia de Valores. La publicación del aviso de oferta deberá realizarse dentro de los cinco (5) días siguientes a aquél en que venza el plazo referido, siempre y cuando la Superintendencia no hubiere formulado objeciones. En el evento en que se formulen objeciones el término para la publicación del aviso deberá contarse a partir de la fecha en que la Superintendencia manifieste su conformidad con la información, datos y aclaraciones que al respecto haya solicitado. Así mismo, el aviso deberá publicarse diariamente en el boletín oficial de la Bolsa.

Sin embargo, cuando la oferta de adquisición se realice por el treinta por ciento (30%) o más del número de acciones ordinarias en circulación de una sociedad, se deberá elaborar un cuadernillo de oferta que deberá estar disponible en la Superintendencia de Valores y en la Bolsa.

En el caso colombiano, las ofertas públicas de adquisición se realizan a través de una rueda de viva voz. No obstante, las ofertas y demandas que queden vigentes al cierre de la Rueda Electrónica de Acciones el día anterior al fijado para la OPA sobre la acción objeto de la OPA, no pasarán a la rueda de viva voz. En consecuencia, todas las ofertas y demandas deberán hacerse en la rueda a viva voz.

En el evento de que durante el curso de una oferta pública de adquisición se formulen otra u otras ofertas que establezcan como fecha prevista para recibir aceptaciones, la misma fijada para la oferta inicial, se

entenderán como ofertas concurrentes y deberán cumplir con los siguientes requisitos:

- a)** Que las condiciones de precio sean iguales a las de la oferta inicial.
- b)** Que quien formule la oferta concurrente no conforme un mismo beneficiario real con el oferente inicial.
- c)** Que la publicación del aviso se realice, a más tardar cinco días comunes antes de la fecha prevista para recibir aceptaciones.

Por lo anteriormente expuesto, podemos concluir que en otras legislaciones la importancia de esta figura en el mercado de valores es relevante y su tratamiento riguroso, incluyendo diversos parámetros de actuación de los inversionistas interesados en la adquisición. A pesar de que en nuestro mercado la normativa es incipiente en cuanto al tratamiento de los accionistas minoritarios y la igualdad de condiciones entre los partícipes pese a ello, se ha efectuado este tipo de ofertas con resultados tangibles, considerando que el procedimiento actualmente regulado es reducido e incompleto que no permite cumplir las finalidades que persigue esta figura.

CAPITULO III

TOMA DE CONTROL DE SOCIEDADES Y ADQUISICION DE PARTICIPACIONES MEDIANTE LA FORMULACION DE OPAs

3.1. Consideraciones Generales

En el año 2003 entró en vigencia el Real Decreto 432/2003 de 11 de abril, que modifica el Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio, vigente desde el 22 de agosto de 1991, que había sido previamente modificado por los Reales Decretos 437/1994, de 11 de marzo, 2590/1998, de 7 de diciembre, 1676/1999 de 26 de octubre y 1443/2001 de 21 de diciembre, y que constituye el marco jurídico por el cual se regirán en un futuro en España las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Este marco normativo permitirá abordar con mayor seguridad jurídica el control político de las empresas cotizadas.

Miguel Córdoba sostiene que las OPA han tenido un auge espectacular en los últimos quince años como modalidad de toma de control de empresas cotizadas en Bolsa, de forma que el hecho de que se produzca la presentación de una OPA ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pasa a ser del dominio público, y se convierte en una noticia estrella en los ámbitos financieros, periodísticos y bursátiles.

En particular, el régimen sobre OPAs obligatorias, y la consiguiente obligación de canalizar cualquier operación de adquisición o de transmisión de participaciones accionariales significativas a través de una OPA. Se presenta como un elemento característico y distintivo del estatuto jurídico de las sociedades cotizadas o bursátiles, que no rige en absoluto para las sociedades cerradas que no coticen sus valores en un mercado secundario oficial. La

consecuencia que puede inferirse de este régimen es clara: en las sociedades que no coticen en Bolsa, cualquier socio o accionista puede disponer libremente de su participación social en los términos y por el precio que tenga por conveniente, con independencia de que el adquirente obtenga así el control o una influencia decisiva en la sociedad. No existe en estos casos, pues, ninguna obligación del adquirente de extender su oferta de adquisición a los demás socios o accionistas de la sociedad afectada, de la misma forma que el socio mayoritario o significativo que disponga de su participación no está obligado en modo alguno a rechazar o a compartir con los demás socios las condiciones de compra que le sean ofrecidas. Se trata de un principio absolutamente pacífico en el derecho de sociedades, que no genera ningún tipo de controversia.²³

Esta regulación, consiste en la toma de control de una sociedad no cotizada, que tiene como principal activo acciones de una sociedad bursátil, de tal forma que dicha toma de control permite al adquirente hacerse de forma indirecta con una participación significativa del capital social de la segunda. Se trata, pues de una participación significativa en una sociedad cotizada de forma indirecta o refleja, a través de la toma de control de una sociedad distinta que tiene dicha participación accionarial como activo básico o esencial.

Las razones que justifican esta excepción al ámbito subjetivo de aplicación del régimen imperativo de OPAs, y la consiguiente extensión de éste a sociedades cerradas ajenas por completo a los mercados de valores, se conectan claramente con la experiencia habida en el mercado español bajo la vigencia del antiguo reglamento de OPAs, de 25 de enero de 1984. Efectivamente, la ausencia de cualquier norma equivalente bajo el régimen jurídico anterior propició la difusión de numerosas prácticas fraudulentas, en las que se recurría a sociedades puramente instrumentales con la exclusiva finalidad de sortear el régimen imperativo de OPAs. Las limitaciones de dicho marco reglamentario permitieron, pues, que las personas deseosas de eludir la

²³ García De Enterría, Javier (1999). *“Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs”*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

gravosa obligación de transmitir sus participaciones accionariales en el seno de una OPA pudiesen hacerlo sirviéndose de una sociedad instrumental y absolutamente inoperativa, a la que se aportaba la participación accionarial significativa y cuyo control era transmitido con posterioridad (sin que formalmente se verificase, en consecuencia, adquisición alguna de los valores de la sociedad cotizada). Se explica así, por tanto, que el régimen sobre adquisiciones indirectas contenido en el vigente reglamento de OPAs venga justificado unánimemente por el exclusivo propósito de evitar mecanismos fraudulentos, que tengan como finalidad preponderante la de sustraerse indebidamente a los supuestos de formulación obligatoria de una OPA.²⁴

3.2. Adquisiciones indirectas y toma de control en los sistemas legales y significativos en materia de OPAs

Cabe resaltar la gran trascendencia e importancia del régimen británico, considerando que el City Code on Takeovers and Mergers encarna el modelo normativo más perfeccionado de regulación de las OPAs del continente europeo; en particular el Reino Unido es el país de donde procede y en el que se ha perfeccionado el sistema de OPA obligatoria, que básicamente ha conformado toda la evolución legislativa posterior de la mayoría de los países europeos y, en concreto, del Derecho Español. En el City Code, el problema de las adquisiciones indirectas de participaciones significativas se aborda en la Rule 9.1 (que consagra el principio de la OPA obligatoria para las adquisiciones del control de sociedades cotizadas) y que dispone lo siguiente: “ocasionalmente, una persona o un grupo de personas que adquieran el control estatutario de una sociedad (que no tiene porque ser una sociedad a la que se aplique el Code) adquirirá o consolidará el control, tal como se define en el Code, de una segunda sociedad porque la primera sociedad posee un paquete accionarial de control en la segunda, o porque posee acciones que, sumadas a las ya poseídas por la persona o grupo, aseguran o consolidan el control de la segunda sociedad. El Panel no requerirá normalmente la formulación de una oferta en

²⁴ Ibidem

estas circunstancias, salvo que: a) la participación accionarial en la segunda sociedad constituya una parte sustancial de los activos de la primera sociedad; o b) uno de los principales objetivos de la adquisición del control de la primera sociedad haya sido asegurarse el control de la segunda. El Panel debería ser consultado en todos estos casos para determinar si, atendidas las circunstancias, surge alguna obligación (de formular una OPA) de acuerdo con esta Rule. Pues bien, en el único supuesto relevante en que se ha planteado la posible aplicabilidad de esta Regla, el Panel on Take –overs and Mergers (que es el órgano encargado como es notorio de la aplicación del Code) no ha dudado en rechazar que la adquisición de un 50 por 100 en una sociedad en la que exista otro socio con la misma participación equivalga a una toma de control, sometida como tal al régimen imperativo en materia de OPA obligatoria.²⁵

La imposibilidad de equiparar la adquisición de un 50 por 100 del capital de una sociedad a una toma de control en los supuestos en que aquélla es insuficiente para atribuir el control de hecho viene también claramente refrendada en la experiencia italiana. En Italia, el significado que deba atribuirse a la noción de control se ha abordado básicamente en relación a las adquisiciones directas de valores cotizados, dado que su régimen de OPA obligatoria no se vincula a la superación de un umbral fijo y predeterminado sino a la adquisición de una participación que resulte suficiente, en atención a las particularidades de cada sociedad, para la obtención del control. Y al plantearse el significado que deba atribuirse a este concepto, la CONSOB (*Commissione Nazionale per le società e la borsa*) ha entendido que, en ausencia de control de derecho, es necesario verificar si la participación de mayor entidad poseída por un sujeto resulta suficiente para conferirle una posición de influencia dominante en la junta ordinaria, de tal forma que el número de acciones poseídas le haya permitido obtener la mayoría en la última Asamblea de Accionistas. Lo que ello implica es claro: sólo cabe apreciar una

²⁵ García De Enterría, Javier (1999). *“Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs”*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

situación de control, y por tanto exigir la formulación de una OPA, cuando se disponga del control de derecho (mitad más uno de los derechos de voto) o, en su caso, de una participación que resulte suficiente para imponer el sentido de los acuerdos de la junta. En este sentido, García De Enterría señala que se admite pacíficamente que, en los supuestos de control conjunto por parte de varias personas sobre una sociedad, sólo la transmisión global de dicho control generaría la obligación legal de formular una OPA; como ha sido sostenido en relación a un supuesto funcionalmente equivalente al que nos ocupa, como sería el de los sindicatos accionariales de control regidos por una regla de unanimidad, hipótesis típica de control conjunto, la transmisión de una cuota accionarial adherida al pacto no determina, por sí sola, cualquiera que sea su entidad, la obligación de lanzar una oferta, porque no atribuye ni el control ni la mayoría relativa que corresponden siempre a los adherentes al sindicato en su conjunto.

Además, en relación a los supuestos específicos de adquisiciones indirectas de participaciones de control, a través de la adquisición de sociedades que tengan como activo esencial valores de una sociedad cotizada, tanto en Italia como en Francia se vincula expresamente la obligación de formular la OPA a la existencia de una toma de control. En Italia, esta hipótesis ha sido formulada por la CONSOB, ante el silencio legal al respecto, requiriéndose expresamente “l’assunzione del controllo” de la sociedad directamente adquirida. Y en Francia el Reglamento General del “Conseil des bourses de valeurs” condiciona la regla equivalente a la existencia de una “prise de controle” de la sociedad que posea como principal activo la participación accionarial de la sociedad cotizada. Aparentemente no existen pronunciamientos de los respectivos órganos supervisores en cuanto al alcance exacto de estas reglas, parece manifiesto que las ideas de “asunción” o de “toma de control”, presuponen necesariamente una situación de control de hecho o de derecho por parte del adquirente, que le permita determinar por sí solo las líneas de actuación de la sociedad adquirida y disponer así, de forma mediata o indirecta, de la participación significativa por ésta poseída. Existen

ordenamientos extranjeros en los que la hipótesis de la adquisición indirecta de participaciones significativas, a través de la adquisición de una sociedad que posee una participación de control en una sociedad cotizada, no obliga por principio a la formulación de una OPA sobre el capital de esta última. Así ocurre significativamente en Bélgica, donde los órganos rectores del mercado de valores sólo están legitimados en supuestos de esta naturaleza para formular “recomendaciones”, que carecen como tales de eficacia vinculante.

3.3. La obligatoriedad de presentar una Oferta Pública de Adquisición de Valores

Partiendo de una consideración básica, una OPA es una operación financiera que tiene por objeto obtener una participación significativa en el capital de una sociedad, a la que habitualmente se denomina “sociedad afectada”, mientras que quien lanza la OPA, que puede ser una persona física o jurídica (o varias) se denomina “entidad oferente”. Es evidente que el concepto de participación significativa es fundamental para la determinación de la obligatoriedad de promover una OPA. El objetivo básico es establecer unas “tranchas” de porcentaje de control accionarial que sean definitorias sin ambigüedad de la actuación que deba llevar a cabo la entidad oferente.

De entrada, si una sociedad adquiere, por sí misma, o por medio de una sociedad filial, más del 10% del capital de otra sociedad, deberá notificárselo de inmediato, quedando mientras tanto suspendidos los derechos correspondientes a sus participaciones. Dicha notificación habrá de repetirse para cada una de las sucesivas adquisiciones que superen el 5% del capital. Este hecho es importante, ya que con esta normativa se impide “legalmente” que se puedan realizar tomas de control “opacas” en sociedades cotizadas o no cotizadas, y desde este punto de vista, cualquier compañía estaría informada de las participaciones significativas que tienen terceros en su capital.²⁶

²⁶ Córdoba, Miguel (2003). *“OPA El control político de las sociedades cotizadas”*. Madrid: Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

No obstante, no se puede ignorar el problema que puede surgir cuando la toma de control se realiza utilizando fiduciarios extranjeros, básicamente radicados en países anglosajones, ya que de acuerdo con su legislación, quien toma la posición es el banco, que abre subcuentas a sus clientes, pero no tiene obligación de informar de su identidad; es más, el secreto bancario impide que puedan revelarla. No obstante, es importante tomar en cuenta que notificar no es controlar; esto es, tener el 10% o el 15% del capital de una empresa no supone en principio un peligro para el consejo de administración de la sociedad afectada. Sin embargo, a efectos legales, sí que se considera significativo en relación con el control de los derechos de voto, poseer el 25% del capital de una empresa. De hecho, este porcentaje es, probablemente, el más controvertido, y el que más ha sido matizado en el Real Decreto 432/2003.

La causa de la controversia fueron varias operaciones de compra de participaciones en empresas inmobiliarias cotizadas a lo largo del año 2002, con las que con una participación de entre el 20% y el 24% del capital se consiguió de hecho el control accionarial de las entidades afectadas. Para evitar esta situación y otras similares, el Gobierno modificó los supuestos de control en el nuevo decreto. Así, en la versión original del Real Decreto 1197/1991, se consideraba que querer controlar más del 25% de los derechos de voto en una empresa cotizada, implicaba la obligatoriedad de lanzar una OPA sobre al menos el diez por ciento del capital por encima de ese 25%.

Córdoba sostiene que este planteamiento se mantiene en la nueva legislación, pero se matiza de forma significativa el planteamiento anterior, al exigir que la obligatoriedad de lanzar una OPA, esté vinculada simultáneamente al porcentaje de capital que se adquiriera y a los cambios que se registren en el consejo de administración de la compañía, con la entrada de posibles nuevos miembros o el nombramiento, ya sea directo, indirecto o en concierto, de un porcentaje relevante de consejeros. Esta obligatoriedad también se extiende a

los casos en los que se tome una participación significativa en el capital de la compañía cotizada, y con posterioridad, se tome el control de la misma mediante la designación de consejeros en sus órganos de gobierno durante los dos años siguientes a la toma de control, contados a partir de la aceptación del cargo por parte de los consejeros.

La legislación que se acaba de promulgar matiza claramente lo que se entiende como designación de consejeros:

- Nombramiento directo por parte del titular de la participación significativa o por una sociedad del mismo grupo, en ejercicio de representación proporcional.
- Situaciones de vinculación de consejeros, altos directivos, empleados o prestadores de servicios no ocasionales, de forma directa al titular de la participación, o indirecta a través de sociedades de su grupo.
- Nombramiento adoptado con los votos a favor del titular de la participación, de los representantes de sociedades de su grupo, o de los miembros del consejo de administración designados previamente por el titular.
- Existencia de documentos societarios o informaciones públicas en la que el titular de la participación significativa asuma que el consejero ha sido por él designado, o que lo representa, o que es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con el titular, exigiendo además "prueba en contrario" para demostrar que no se ha incurrido en uno de los supuestos anteriores.

Además de la importancia del nombramiento de consejeros en la obligatoriedad de lanzar una OPA, otro efecto trascendente en la normativa consiste en la obligación de lanzar una OPA por la totalidad del capital (en lugar de por el 75% como se exigía en la legislación anterior). Con ello se consiguen evitar los odiosos prorrateos, en los que los accionistas no podían vender todos sus títulos y se tenían que quedar como accionistas de la empresa por la parte que no había entrado en el prorrateo, o vender las acciones en la bolsa a un

precio inferior al de la OPA. Esta situación ha sido especialmente complicada en el pasado para los casos en los que se hacía una OPA de exclusión de cotización, en la que el objetivo era precisamente sacar a la empresa fuera de la Bolsa. En estos casos, la legislación obliga a que se lance la OPA sobre la totalidad de las acciones que no han sido inmovilizadas con el compromiso expreso de no acudir a la oferta, pero siempre hay casos que se quedan fuera por diferentes motivos, en estos casos, la venta de las acciones puede resultar una misión imposible para los accionistas, que pasan a convertirse en “prisioneros financieros” de las accionistas mayoritarios, que finalmente acceden a comprarles las acciones fuera de Bolsa, a un precio muy inferior al ofertado en la OPA. Es obvio además, que el exigir que la OPA se realice por el 100% de las acciones, supone un claro encarecimiento del control de la mayoría de los derechos de voto de una empresa.²⁷

Adicionalmente, existen otros supuestos de obligatoriedad ligados al acaecimiento de determinadas operaciones bursátiles:

3.3.1. Adquisición indirecta derivada de una fusión

Si una empresa, cotizada o no, se fusiona con otra, que es titular de una participación significativa en una sociedad cotizada, o simplemente toma el control de ésta empresa (caso de que sea no cotizada), y se da el caso de que la citada participación es una parte esencial del activo de la empresa que se pasa a controlar, se exigirá una OPA sobre el 100% del capital de la sociedad afectada con carácter previo a la fusión o toma de control.

Miguel Córdoba señala que en el caso de que la fusión o toma de control no tenga como motivación específica el control del paquete accionario de la entidad absorbida y supuesto que la entidad absorbente o adquirente no venda la participación en los seis meses siguientes a la ejecución de la fusión, sólo se deberá lanzar una OPA sobre el 100% del capital con posterioridad a la fusión o toma de control (y dentro de los seis meses posteriores a la ejecución de la

²⁷ Ibidem

misma) cuando, como consecuencia de la fusión o adquisición se haya alcanzado una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad.

3.3.2. Participación significativa sobrevenida derivada de una reducción de capital

Si la participación de un accionista pasa a superar los límites del 25% y 50%, pero esa posición es debida a que se ha producido una reducción de capital en la sociedad afectada (el accionista no ha adquirido ninguna acción nueva, y sin embargo, ha superado alguno de los límites que obligan al lanzamiento de una OPA), dicho accionista no podrá adquirir ninguna acción más de la citada entidad sin promover una OPA por el porcentaje correspondiente.

3.3.3. Participación significativa sobrevenida en entidades financieras, derivadas del cumplimiento de un contrato de aseguramiento de colocación de una emisión de valores

Miguel Córdoba sostiene al respecto que en caso de que una empresa emita valores con derecho de voto o susceptibles de poseer dicho derecho, y cuya colocación es asegurada por entidades financieras, aquellos valores no colocados deben ser adquiridos por las citadas entidades aseguradoras, en el caso de que la participación sobrevenida suponga una participación significativa y en caso de que no se pueda vender el exceso de participación en los seis meses siguientes a su compra, la entidad financiera adquirente deberá formular una OPA de acuerdo con las condiciones generales de cualquier adquirente, y dentro de los seis meses siguientes a la adquisición, siguiendo las reglas de valoración establecidas para las OPAs de exclusión. Es más, desde la adquisición hasta la venta o lanzamiento de la OPA, la entidad financiera no podrá ejercer los derechos políticos de los valores adquiridos.

3.3.4. Modificación de Estatutos

Si una entidad es titular de más del 50% de los derechos de voto de una sociedad cotizada, y quiere modificar significativamente los estatutos de dicha sociedad, deberá formular previamente una oferta pública de adquisición dirigida a las acciones que estén en poder de los accionistas minoritarios; esta oferta se deberá realizar si la modificación pretende llevarse a cabo por primera vez desde que se logró el control de la mayoría de los derechos de voto, y bastará con que el consejo de administración acuerde someter a la junta general una propuesta de modificación de los estatutos, para que sea obligatorio el lanzamiento de una OPA sobre el 100% del capital social, con contraprestación monetaria, y con las reglas de valoración establecidas para las OPA de exclusión de cotización.²⁸

Será preciso que la mitad más uno de los derechos de voto que no se encuentren en poder del accionista mayoritario, manifestasen por escrito su acuerdo con la modificación estatutaria, para que la OPA pudiera ser evitada.

3.4. Supuestos excluidos de la obligatoriedad de lanzar una OPA

Existen diferentes supuestos en los que no es necesario el lanzamiento de una OPA, un caso evidente surge cuando se trata de las adquisiciones que se hagan por imperativo legal, esto es, expropiaciones forzosas, ejecución de deudas realizadas por los fondos de garantía de depósitos, para reflotar bancos, cajas de ahorro o cooperativas de crédito, o bien las realizadas por la comisión liquidadora de entidades Aseguradoras para hacer lo propio con compañías de seguros.

Tampoco será necesario lanzar una OPA en el caso de que todos los accionistas de la sociedad afectada acordaran por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad, o bien

²⁸ Córdoba, Miguel (2003). *“OPA El control político de las sociedades cotizadas”*. Madrid: Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

renunciaran expresamente a la venta o permuta de sus valores en el caso de que se formulara una oferta pública de adquisición. En el caso de que el titular adquiriera la participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones (caso propio de sociedades en dificultades, que no pueden pagar sus deudas), dentro del esquema de un convenio alcanzado en un procedimiento concursal, no será tampoco necesario lanzar una OPA, siempre que el titular de los créditos sea el que se los ha adjudicado (evitando de esta manera la picaresca de que se produjera previamente una cesión del crédito a terceros).

Otro supuesto se configura en las adquisiciones que puedan ser calificadas como operaciones de concentración, y que estén sujetas a la decisión del Servicio de Defensa de la Competencia. En este caso, cuando se tome una participación adicional en el capital de la sociedad afectada, no habrá que lanzar la OPA siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias:

- Los socios que conjuntamente han tomado la participación, tenían previamente el control accionarial de la misma (más del 50% del capital) y el control del consejo de administración (más de la mitad de los consejeros).
- Como consecuencia de la adquisición, no se incrementa el número de consejeros designados por el adquirente.
- El volumen de la participación adicional no supera el 6% del capital en un período de un año.

3.5. Toma de Control de una sociedad: OPAs Competidoras y Promesas

3.5.1. Introducción

Los delicados problemas que suscita la regulación de una figura como las ofertas públicas de adquisición (OPAs) son sobradamente conocidos en los

mercados en que éstas han alcanzado su mayor desarrollo y difusión. El fundamental trasfondo económico de estas operaciones, y la incidencia que presentan sobre muy variados sectores del ordenamiento jurídico, determinan la imposibilidad de recluir a las OPAs en un texto normativo cerrado y con pretensiones de exhaustividad. Y es que las OPAs, dada la permanente aparición de nuevos instrumentos jurídicos y financieros que una práctica cada vez más extensa ve perfilando, están sometidas a un proceso constante de evolución y mutación, que va alterando muchas de sus notas definidoras y que exige grandes dosis de flexibilidad por parte del legislador que quiera evitar la aprobación de normas que nazcan ya obsoletas y el riesgo de mortificación de un mercado, como el español, frágil y dinámico.

No es de extrañar, por ello, que la necesidad de dotar al marco regulador de las OPAs de una gran flexibilidad sea algo plenamente asumido en los mercados más evolucionados, al objeto de permitir su adaptación a las situaciones y circunstancias difíciles de prever por el legislador y que pueden surgir en conexión con estas operaciones. El deliberado propósito de no encajonar a las OPAs dentro de un conjunto de normas demasiado prolijo e inflexible permite explicar, por ejemplo, tanto el contenido extremadamente limitado de la normativa federal sobre OPAs de los Estados Unidos, pese a ser éste el país donde las operaciones de adquisición han alcanzado claramente su máximo nivel de desarrollo, como la declaración de “modestia” con que se abre el que sin duda alguna es el texto normativo más avanzado y refinado del continente europeo, y que es el City Code on Take-overs and Mergers del Reino Unido. Este, en efecto, a pesar de haber estado sometido a un proceso constante de revisión y mejora desde su aprobación inicial en 1968 (como certifica el hecho de encontrarse ya por la octava edición), sigue empezando con estos términos: “no es factible diseñar reglas suficientemente detalladas para cubrir todas las circunstancias que pueden surgir en las ofertas públicas de adquisición; en consecuencia, las personas que intervengan en estas

operaciones deber saber que tanto el espíritu como el texto de las normas siguientes deben ser observados".²⁹

García de Enterría dice que la necesidad de asegurar un marco legal flexible y dúctil, con capacidad de reacción frente a la más que probable evolución práctica de esta figura, resulta especialmente importante en países como España, en los que la escasa tradición normativa en este campo y el carácter casi embrionario del mercado de OPAs que hacen que el riesgo de aprobación de normas excesivamente detallistas y poco flexibles resulte especialmente agudo. El peligro de que los operadores económicos den prevalencia a la técnica y a la letra de este marco legal por encima de su espíritu, algo que suele acompañar al desarrollo de todas las reglamentaciones, resulta muy marcado en el campo de las OPAs, por las profundas limitaciones que aquí se establecen en cuanto a las posibles conductas y tácticas que pueden adoptar las sociedades oferentes y el previsible intento de éstas de sortear aquellas normas que restrinjan de forma considerable y, en su opinión, inaceptable sus posibilidades de actuación, a carrera de persecución que suele entablarse en estos casos entre la ingeniosidad de los operadores, tendente a circunvalar el texto de reglas excesivamente detalladas, y el afán regulador del legislador, que tiende a reaccionar con la promulgación de normas cada vez más extensas y prolijas, es sobradamente conocido, y debería haberse tenido especialmente en cuenta en un campo tan dinámico y variable como el de las OPAs.

3.5.2. Las OPAs competidoras. Planteamiento y problemática estratégica

Uno de los aspectos fundamentales que modifica el Real Decreto 432/2003, del 11 de abril, es el tema de las OPAs competidoras, extendiendo las posibilidades de mejorar la oferta en dichas operaciones, cosa que en el Real

²⁹ García De Enterría, Javier (1999). *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

Decreto de 1991 no se permitía hacer nada más que a la primera entidad oferente, anulando la posibilidad de réplica por parte de todos los interesados.

Una OPA competidora es aquella que afecta a aquellos valores sobre los que en todo o en parte haya sido previamente presentada una OPA a la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), y cuyo plazo de aceptación no esté finalizado. Se podrá presentar una OPA competidora siempre que no hayan transcurrido más de diez días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la última oferta precedente, ni más de treinta días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial.³⁰

Así, hasta la entrada en vigor del R.D. 432/2003, cuando una empresa quería controlar otra, y lanzaba una oferta pública sobre las acciones de ésta, sólo se permitía que otras empresas interesadas en la toma de control de la sociedad afectada por la OPA, pujaran una vez, con el único requisito de que mejoraran al menos un 5% la oferta inicial. La empresa que había hecho la primera oferta tenía entonces el derecho de réplica, pero solo ella podía ejercerlo, es decir, si mejoraba en otro 5% la mejor oferta de las entidades competidoras, se podía quedar como oferente con el mejor precio, sin que las otras tuvieran derecho de réplica.

Con la promulgación del citado Real Decreto, una vez presentada la primera oferta, se establecerá un sistema de subasta, de forma que transcurridos diez días y siempre dentro de los treinta días siguientes a la oferta inicial, todos los interesados podrán presentar ofertas que mejoren la inicial, sin condición alguna sobre el precio (eliminando el requisito de mejora en un 5% de la oferta anterior). Bastará con que se mejore la oferta en un céntimo de euro, o bien que se amplíe el número de valores a los que se extienda la oferta.

³⁰ Córdoba, Miguel (2003). *“OPA El control político de las sociedades cotizadas”*. Madrid: Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

El plazo de presentación de las ofertas será de cinco días hábiles a efectos bursátiles, y la forma de presentación será en sobre cerrado ante la CNMV.³¹

Recibidas las nuevas ofertas, la CNMV acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil. Al día hábil bursátil siguiente a la suspensión, la CNMV procederá a abrir los sobres, comunicará las condiciones tanto al mercado como a todos los oferentes mediante una comunicación de hecho relevante, indicando que ofertas modificadas serán tramitadas por reunir los requisitos establecidos, y acordará el levantamiento de la suspensión cautelar de cotización. Los nuevos oferentes disponen de dos días hábiles a partir de la comunicación anterior, para presentar ante la CNMV las garantías complementarias que, en su caso, correspondieran a la modificación presentada. La CNMV entonces procedería a la autorización de estas operaciones, una vez hecha la cual, los oferentes deberán dar publicidad todos ellos en las mismas fechas a las nuevas condiciones en los términos habituales.

Por tanto, pueden entrar en el juego cuantas compañías lo deseen, y la empresa que inició el proceso de hostilidades no dispondrá de la última palabra en precio, y sí podrá participar libremente en la puja abierta.

Si la oferta competidora fuera de contraprestación en valores o mixta, se exigirá un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente. Cuando compitan entre sí diferentes ofertas en efectivo y en valores, todas ellas se prorrogarán hasta que finalice la última de las mismas (normalmente, la de contraprestación en valores, cuando sea precisa la autorización de junta general, para la emisión).

Las entidades oferentes que hubieran formulado una OPA con carácter previo a la aparición de una OPA competidora, podrán desistir de la misma siempre que lo comuniquen a la CNMV ante de los siete últimos días del plazo

³¹ Ibidem

de aceptación que le resultase aplicable a dicha OPA, y lo anuncien por los medios habituales de difusión.

Una vez publicadas las condiciones de las entidades oferentes, se abrirá un plazo final de quince días naturales contados a partir de la fecha de publicación de las mismas, le será ampliable en el supuesto de que haya contraprestación en valores o mixta. El consejo de administración de la entidad afectada dispondrá de cinco días naturales para presentar su informe de conformidad o disconformidad a las modificaciones incorporadas en las ofertas competidoras.³²

En conclusión, el nuevo sistema de OPA competidoras, unido a la limitación de las OPAs parciales, permitirá garantizar los derechos de los accionistas minoritarios cuando una empresa desee controlar otra.

3.5.3. Las OPA condicionadas. Limitaciones del blindaje de los equipos directivos

Otro de los aspectos que actúan como freno a la existencia de OPA hostiles, es la existencia de blindajes en los estatutos sociales, de forma que aunque se consiga una parte significativa de los derechos de voto de la entidad, seguirá siendo muy difícil sustituir a los miembros del consejo, y en particular a su Presidente.

Es por ello, que en el Real Decreto 432/2003, se ha introducido la posibilidad de lanzar OPA condicionadas, esto es, ofertas en la que se admite la posibilidad de supeditar la efectividad de la OPA a la adopción de un determinado acuerdo por parte del consejo o de la junta de la sociedad afectada. De esta forma, aunque no se consigue eliminar el blindaje, sí que se abre la posibilidad de que los accionistas puedan decidir en la junta, si les interesa o no modificar los estatutos, o cambiar al consejo de administración,

³² Ibidem

puesto que de que tomen o no esa decisión, dependerá que sus acciones se paguen a un alto precio o no.

Miguel Córdoba señala que la principal “píldora venenosa” es precisamente la limitación del derecho de voto a un porcentaje mínimo (usualmente el 10%), en lugar de al que tendría derecho el accionista mayoritario por razón del número de acciones que posee. Ello ha puesto un auténtico veto a las ofertas hostiles durante muchos años.³³

Con la nueva legislación, se consigue por tanto eliminar el difícilmente justificable hecho de que la entidad oferente tuviera que correr el riesgo de no poder ejercer el control de una sociedad después de formular una OPA y hacerse con una participación mayoritaria. Sin embargo, no se consigue el efecto que realmente se desea, puesto que una entidad puede conseguir controlar el capital de una sociedad afectada, y luego no conseguir que en la junta o en el consejo de la misma, se apruebe la eliminación de las “píldoras venenosas”. En este caso, la nueva legislación le permite desistir, y que las cosas vuelvan a ser como eran antes del lanzamiento de la OPA, con lo que el consejo de administración seguirá en su puesto, a costa del lógico enfado de los accionistas de la entidad, que ven cómo se esfuma la posibilidad de obtención de una elevada plusvalía vendiendo las acciones en la OPA.

Sin embargo, es preciso indicar que el blindaje antiopa tiene los días contados. En el borrador del Código de Sociedades que está en fase de tramitación, se prohíbe expresamente a las empresas cotizadas limitar en sus estatutos sociales el número máximo de votos que puede ejercitar un accionista o un grupo de empresas. Con ello, se cerrará el círculo en lo relativo al problema tantas veces suscitado de la verdadera representación de los derechos de los accionistas.³⁴

³³ Córdoba, Miguel (2003). *“OPA El control político de las sociedades cotizadas”*. Madrid: Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

³⁴ Ibidém

Cabe señalar, que en la futura directiva europea sobre ofertas públicas de adquisición de valores, se acepta implícitamente la existencia de limitaciones del derecho de voto y, sólo en el caso de que se produzca una OPA y se den dos supuestos concretos, obliga a dejar sin efecto esas limitaciones. Esas dos situaciones en las que el blindaje pierde efectividad son el caso en el que la sociedad afectada sobre la que se lanza la OPA decide adoptar medidas defensivas, y el caso en el que la entidad oferente tome un porcentaje del capital social que le permita modificar los estatutos y las limitaciones de voto.

3.5.4. Recursos y Acciones contra las OPAs como medida defensiva

La posible adopción de medidas defensivas por parte de los administradores de una sociedad cuyas acciones sean objeto de una oferta pública de adquisición hostil o inamistosa, realizada al margen de acuerdo alguno entre las instancias directivas de las sociedades implicadas, constituye seguramente, junto al problema de la obligación legal de formular una OPA, una de las cuestiones centrales de todo sistema de ordenación jurídica de esta figura. En efecto, la postura adoptada por el ordenamiento en relación a las posibilidades de actuación de los órganos gestores de la sociedad afectada sirve tanto para perfilar el significado institucional que se reserva a las OPAs dentro del entramado normativo que tiene por objeto a las sociedades abiertas o bursátiles como para delimitar el ámbito de los poderes de los administradores de las grandes sociedades y los intereses que pueden hacer valer en su gestión. Y es que las OPAs, en tanto que elemento de conexión entre la estructura de poder trazada por los textos legales y la función de control que pueden desplegar los modernos mercados de valores, se presentan como una pieza esencial de esta nueva realidad normativa que tiene por objeto a las grandes sociedades que cotizan sus valores en bolsa, y en la que los mecanismos tradicionales del Derecho de sociedades vienen a integrarse con los nuevos

instrumentos ofrecidos por la regulación y el funcionamiento de los mercados de valores.³⁵

El problema de las medidas defensivas que puede adoptar una sociedad sometida a un proceso hostil de adquisición, en particular, es bastante ilustrativo de cómo las OPAs, lejos de ser de acuerdo con la caracterización que es habitual en países como España, una mera operación bursátil relativa a valores mobiliarios, constituyen una figura profundamente enraizada en el Derecho societario, en el que encuentra tanto su fundamento último como la explicación de muchas de sus características estructurales y orgánicas.

Este problema de las medidas de defensa que puede emplear la sociedad cuyas acciones sean objeto de una OPA no deseada es, sin lugar a dudas, uno de los que más afectados han resultado por la promulgación del Decreto de 26 de julio de 1991, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. A diferencia del régimen anterior, en el que la actuación de los órganos gestores no encontraba más restricciones que las dimanantes de las reglas generales del Derecho de sociedades poco efectivas en la práctica, como la experiencia del mercado español que puso rápidamente de manifiesto, la nueva regulación consagrada expresamente en su artículo 14.1 un deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada en relación a "cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de las ofertas".³⁶

3.5.5. Recursos y acciones contra las OPAs y su significado como medida defensiva

García de Enterría considera que en el mercado español, la identificación de pautas y principios definidos y consistentes en cuanto al significado y la importancia de los recursos y las acciones contra las OPAs en el marco de una

³⁵ García De Enterría, Javier (1999). "Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs". Madrid: Civitas Ediciones SL.

³⁶ Ibidém

política defensiva emprendida por los órganos directivos de la sociedad afectada se ve claramente dificultada, cuando no impedida, por la escasez de operaciones hostiles de toma de control y por el habitual recurso al mecanismo de la OPA por acuerdo de las sociedades implicadas. Esta ausencia de puntos de referencia consolidados, es claro, dota de especial interés a la experiencia de los mercados donde las OPAs han alcanzado su mayor grado de desarrollo, y en los que la existencia de un verdadero “mercado de control societario” permite inferir importantes principios en este terreno. En el caso de los Estados Unidos y el Reino Unido, en particular, resultan especialmente significativos, no sólo por ser los únicos países en que las operaciones hostiles han logrado una importante difusión, sino también porque su distinta experiencia en materia de participación de los tribunales en las operaciones de toma de control resulta especialmente ilustrativa de los problemas que se suscitan.

En el caso de los Estados Unidos, donde las sociedades afectadas tienen amplias posibilidades en orden a defender la independencia frente a adquirentes hostiles, y de donde provienen las más sofisticadas operaciones defensivas conocidas en la práctica, los recursos y las acciones contra las OPAs constituyen seguramente la medida de defensa más frecuente y generalizada, a la que suelen acudir las instancias directivas de las sociedades sobre cuyas acciones recae una oferta de adquisición no deseada. Por tanto, se considera que es ésta una respuesta prácticamente refleja o automática por parte de los órganos directivos opuestos a la toma de control, y a la que debe acudirse en primer lugar mientras se edifican defensas más articuladas y consistentes; así, en la práctica la búsqueda de las supuestas violaciones cometidas por el oferente sea posterior a la decisión misma de acudir a los tribunales, y que, junto a infracciones de la normativa sobre OPAs y del Derecho antitrust, se alegue también el incumplimiento de cualquier otra norma o disposición que unos “asesores imaginativos puedan descubrir”. Como ha sido afirmado de forma bastante gráfica, “prácticamente sin excepción, cualquier anuncio de una oferta pública de adquisición va simultáneamente seguido por una acción judicial interpuesta por los administradores acusando al oferente de la mayoría

de los crímenes del Decálogo, excluyendo si acaso la violación". Y aunque últimamente parece apreciarse cierto cambio de tendencia, tanto por el progresivo desarrollo de otras medidas más elaboradas y contundentes como por la natural resistencia de los órganos judiciales a verse envueltos en conflictos de naturaleza eminentemente económica, es lo cierto que en los Estados Unidos los administradores opuestos a un cambio de control de su sociedad siguen buscando con frecuencia una posible intercesión de los tribunales que dificulte o impida la realización de la operación en los términos propuestos por el oferente. Ha llegado a considerarse incluso que esta medida, individualmente considerada, es la que la mayor efectividad ha demostrado en al defensa de la independencia de las sociedades sometidas a procesos hostiles de adquisición".³⁷

Una situación totalmente opuesta sucede en el caso del Reino Unido, donde el recurso a los tribunales por parte de las sociedades determinadas a preservar su independencia frente a un oferente hostil es muy poco frecuente. Entre las razones que explican este fenómeno se encuentra, básicamente, el carácter puramente privado de la normativa reguladora de las OPAs. Al ser el City Code on Take-overs and Mergers una norma cuya fuerza y validez descansa en el hecho de su libre adopción por los propios operadores del mercado, su posible violación por uno de los participantes en una operación de toma de control no da lugar a ningún derecho de acción que pueda hacerse valer ante los órganos judiciales. La aplicación ágil y flexible que del Code realiza el Panel on Take-overs and Mergers, y su reconocida autoridad para asegurar un ordenado desenvolvimiento de estas operaciones, explica también este limitado recurso a los órganos judiciales por parte de las sociedades implicadas en tomas de control no acordadas. Se añade a ello, la amplia interpretación que suele realizarse de la regla consagrada por el Code imponiendo un deber de pasividad a los administradores de la sociedad afectada tras el lanzamiento de una OPA, en el sentido de entender que la

³⁷ García De Enterría, Javier (1999). *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

misma cierra el paso a posibles acciones judiciales que pudiesen emprenderse con una finalidad puramente obstruccionista y ajena a los verdaderos intereses de los accionistas.

En el caso de Inglaterra, las acciones y recursos contra la OPA y contra el oferente no ocupan un lugar destacado en el arsenal de medidas de que puede servirse una sociedad afectada. Considerando que suele verse en esta circunstancia una de las ventajas fundamentales del sistema británico de autorregulación, al evitarse una posible instrumentalización de los tribunales por parte de las sociedades enfrentadas en una toma de control, no debe extrañar que el temor a un posible desarrollo de recursos y acciones con una finalidad puramente táctica sea precisamente una de las principales razones que justifican las reticencias que en dicho país suscita la posible adopción de una ordenación jurídica reglada, como la que se derivaría de la propuesta de Directiva de la Comunidad Económica Europea en materia de OPAs.³⁸, se trata de la propuesta de “Décimo tercera Directiva del Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición”, presentada inicialmente por la Comisión al Consejo el 14 de septiembre de 1990 y retomada en la propuesta renovada de 7 de febrero de 1996. Entre quienes manifiestan sus temores de que la adopción de la Directiva tenga como efecto indeseable el desarrollo de litigios y pleitos puramente tácticos.

En todo caso, la valoración de esta circunstancia no resulta sencilla. En efecto, este limitado recurso a los tribunales podría interpretarse en el sentido de que el Panel ha sabido normalmente corregir los abusos e incorrecciones que en una OPA contestada pueden plantearse, satisfaciendo las posibles pretensiones de las partes implicadas y asegurando un correcto desarrollo de las OPAs sin interferencias externas; podría significar también, por el contrario, la imposibilidad de las partes implicadas de obtener el auxilio de los tribunales por obstáculos de tipo procedimental o por la ausencia de normas sustantivas

³⁸ Ibidém

de protección, en cuyo caso se estaría, evidentemente, ante una grave deficiencia del sistema.

3.5.6. El valor defensivo de esta medida

Si bien, muchos recursos y acciones entablados contra la OPA por los órganos directivos contrarios a un cambio de control de la sociedad a que pertenecen pueden estar fundados en legítimas razones jurídicas, como en el caso de invocarse el auxilio de los tribunales frente a violaciones de la normativa sobre OPAs o de cualquier otra disposición legal por parte del oferente o de las personas con quienes opera.

Desde el punto de vista de su consideración como medida defensiva, sin embargo, lo característico de los recursos y las acciones contra la OPA estriba en la función táctica que pueden llegar a cumplir, con independencia de su consistencia y fundamento en cuanto al fondo. Es decir, para la sociedad empeñada en preservar su independencia frente a un oferente inamistoso, el recurso a los tribunales puede estar justificado incluso en ausencia de toda pretensión jurídica legítimamente sentida y no tener más propósito que el de enturbiar y dificultar el normal desarrollo de la operación.³⁹ Las acciones contra la OPA son necesariamente un juego, una táctica que entra en acción al primer signo de una OPA, donde el concepto del Derecho como un sistema de justicia es totalmente irrelevante.

García de Enterría manifiesta que entre las funciones tácticas y estrategias que pueden desempeñar los recursos y acciones contra la OPA o contra el oferente suele destacarse la de prolongar o retardar el desarrollo de la OPA. La sociedad afectada por un lado, puede apelar a los órganos judiciales con la esperanza de que una intervención de éstos comporte una demora o dilación en lo que sería el curso normal de la operación, y beneficiarse así de los riesgos que para el oferente puede suponer la prolongación de la misma.

³⁹ Ibidém

Una extensión del plazo necesario para poder completar la OPA, en efecto, arroja incertidumbre sobre el oferente en cuanto al resultado final de la operación, a la vez que puede incrementar sus costes de transacción. La sociedad afectada, al mismo tiempo, dispondría así de más tiempo y posibilidades para intentar poner en marcha medidas defensivas de distinta naturaleza o para buscar un oferente distinto que pueda resultarle más atractivo (un caballero blanco, según la expresión consagrada en la jerga de las OPAs); evidentemente, esta ventaja que puede derivarse de la extensión del plazo de la OPA es casi inapreciable en los sistemas jurídicos que limitan las posibilidades de defensa de la sociedad afectada; así lo destaca Rosenzweig, en su obra "Target Litigation", además, esta extensión aumenta la probabilidad de que surjan posibles OPAs competidoras, ya que los potenciales oferentes dispondrán de más tiempo para evaluar la información que con motivo de la OPA inicial habrá accedido al mercado y para reunir su propia información sobre la conveniencia de una toma de control en este sentido.⁴⁰

Más importancia parece tener otro cometido que puede asignarse a los recursos y acciones entablados por los órganos gestores de la sociedad afectada contra la OPA o contra su autor. Esta medida, al reflejar la decisión de los administradores de enfrentarse al proceso de adquisición, contribuye a lanzar un importante mensaje al oferente y al mercado. Al subrayar de forma inequívoca la determinación de las instancias directivas de oponerse al cambio de control, el recurso a los tribunales por parte de la sociedad afectada sirve para crear un clima de enfrentamiento y hostilidad que contribuya a disipar cualquier posible indicio de aprobación o conformidad con la OPA formulada, pretendiendo influir tanto en la decisión de los accionistas, que ante la oposición acérrima de los administradores podrían no aceptar la oferta que les ha sido formulada, como sobre la del oferente, que enfrentado a la virulenta actitud de la sociedad afectada podría desistir de sus intenciones o avenirse a fórmulas negociadas. Impugnando la OPA se ha dicho, los administradores anuncian al mundo que no sucumbirán sin luchar.

⁴⁰ Ob. Cit. Jarrell, " *The Wealth Effects of Litigation..* "

Vinculada a los recursos y acciones contra la OPA se encuentra otra importante función psicológica que esta medida puede llegar a cumplir. Dado el efecto traumático que una OPA hostil tiene normalmente sobre las instancias directivas y sobre los empleados de la sociedad afectada, el rápido recurso a los tribunales para cuestionar la validez de la OPA puede servir para generar la impresión de que la sociedad afectada no está inerme ante la agresión de que ha sido objeto y que dispone de medios suficientes para oponerse al cambio de control, reforzándose así la moral tanto de los propios administradores como del personal de la sociedad.

Por tanto, son razones de carácter táctico y estratégico las que explican normalmente la interposición de acciones o recursos contra la OPA por los órganos de gestión de la sociedad afectada. Ello no significa, evidentemente, que los administradores no puedan actuar en ocasiones por el legítimo propósito de obligar al oferente a un estricto seguimiento de las normas legales y amparar así a los accionistas destinatarios de la oferta, en tanto que principales beneficiarios de la normativa sobre OPAs. De lo que se trata es de resaltar que en el recurso a los tribunales por la sociedad afectada puede haber más de medida obstruccionista y entorpecedora que de verdadera búsqueda de amparo judicial frente a supuestas infracciones legales cometidas por el oferente. De ahí la necesidad de ocuparse de la posible incidencia que sobre esta conducta puede tener la disciplina sobre las OPAs contenida en el Decreto de 26 de julio de 1991 que, limita considerablemente las posibilidades de actuación de las instancias directivas de la sociedad afectada por una OPA no acordada.⁴¹

3.6. Estrategias ofensivas en operaciones hostiles

⁴¹ García De Enterría, Javier (1999). "Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs". Madrid: Civitas Ediciones SL.

Cuando la operación no es negociada, se transforma en hostil, y lo habitual es que se produzca una elevación del precio de la oferta, siendo esta la mejor “tarjeta de visita” de los interesados en la compra de la empresa, ante los accionistas de la misma.

Miguel Córdoba señala al respecto que, salvo que se posea una participación mayoritaria, se puede afirmar que ninguna empresa está libre de ser acosada por otra de manera hostil. Siempre que una empresa cotice por debajo de su verdadero valor, puede ser objeto de ataque por parte de otra empresa o grupo de personas físicas que vean la posibilidad de ganar dinero comprando la empresa, organizándola y vendiéndola después.

En general, si se tiene el propósito de lanzar una OPA hostil contra una empresa cotizada, lo primero que hay que recomendar a la entidad oferente es el mantenimiento del secreto profesional sobre la operación, puesto que una de las cosas que más ayudan al éxito de estas operaciones, es el factor “sorpresa”. Habitualmente, la entidad oferente suele intentar controlar un paquete minoritario antes de lanzarse a la aventura de la toma de control.⁴²

Entre las estrategias más eficientes de ataque en el caso de la OPA hostil están las que señalo a continuación:

3.6.1. Caballero Negro

Se lanza una OPA a un precio superior a la cotización actual de la empresa afectada. El objetivo es el control de la entidad, y la gestión de la misma que ello conlleva. En ocasiones, el “caballero negro” actúa a posteriori, cuando ve que una entidad ha llegado a un acuerdo previo de fusión o venta con una entidad competidora, y ante una situación que pueda ser lesiva para sus intereses (por pérdida de cuota de mercado, o porque se pueda desatar una situación de tipo oligopolístico), reacciona lanzando una OPA a un precio superior, tratando de convencer a los accionistas minoritarios para que le vendan a él las acciones, y así evitar la operación de concentración que estaba prevista.

3.6.2. Tiburón

⁴² Córdoba, Miguel (2003). *“OPA El control político de las sociedades cotizadas”*. Madrid: Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

Se lanza una OPA sin el objetivo de gestionar la empresa. Lo único que se pretende es “darle el pase” o cerrarla, obteniendo un beneficio extraordinario y rápido. En general, el tiburón lo que busca es ganar dinero, y no le importa cómo; es decir, si toma una posición del 5% de una empresa, y amenaza con una OPA hostil, es muy posible que la empresa afectada esté dispuesta a recomprarle el paquete con una plusvalía por ejemplo del 25%, siempre que renuncie a su objetivo.

También es cierto, que para ser tiburón hay que tener un elevado “colateral”; esto es, hay que tener dinero. No se puede jugar de farol en el “Gran Juego”. El mundo de los negocios es lo suficientemente cruel para que aunque se ponga “cara de poker”, no se adivinen las intenciones del contrario. Si no se dispone de los primeros cientos de millones necesarios para comprar un contado porcentaje significativo de una empresa, no tiene sentido seguir adelante, porque la entidad afectada sabrá que se está corto de liquidez, y que ninguna entidad financiera estará dispuesta a prestar un aval para lanzar una OPA, por lo que el tiburón se convertirá de hecho en un accionista financiero, al que nunca se le permitirá tener acceso a la gestión de la entidad.

Distinto es el caso en el que el tiburón decide financiar la OPA con una emisión de bonos basura (“junk bonds” en terminología anglosajona), que toman como garantía los propios activos de la entidad afectada. Esta figura, denominada compra con apalancamiento, puede tener éxito, por lo que la entidad afectada, no sólo debe fijarse en si tiene o no tiene dinero el tiburón, sino también en si ella misma, como empresa, tiene activos infravalorados susceptibles de ser hipotecados en garantía colateral de instrumentos de renta fija. A veces el problema, lo tenemos dentro de la propia casa, y no nos damos cuenta, ya que el mercado desconoce que tenemos estas reservas ocultas, y lógicamente no las valora.⁴³

⁴³ Ibidém

3.6.3. Delegación de Voto

Lo que se trata de conseguir con esta estrategia son los votos suficientes para lograr el control de la compañía, en la junta. Es evidente que el planteamiento sólo puede realizarse si se cuenta con el suficiente apoyo inicial de un grupo de accionistas significativo.

Es importante señalar, que para que esta estrategia tenga éxito, será preciso que el grupo oferente se haya hecho previamente con el control de un porcentaje significativo de acciones, aun precio razonable, de forma que en vez de partir de cero, se parta de un 15 o 20% de los derechos de voto. A partir de ahí, habrá que negociar con los diferentes accionistas mayoritarios, incluidos los fondos de inversión y pensiones, a fin de intentar una plataforma común, de manera que cuando llegue la hora de votar, se pueda demostrar que sobre la base del quórum de la junta, se posee un porcentaje bastante significativo de los derechos de voto (hay que tener en cuenta que un 20% del capital total de la empresa, equivale al 40% de los derechos de voto si el quórum de la junta es del 50%, cosa bastante habitual). Esta estrategia ofensiva, aunque es la más barata de todas, suele llevar bastante tiempo, por lo que el factor "sorpresa" se acabará diluyendo, y le dará la oportunidad a la entidad afectada para defenderse del acoso hostil, como por ejemplo, introduciendo modificaciones estatutarias que restrinjan el voto en junta, en general cualquier tipo de "píldora venenosa", será suficiente para contrarrestar esta estrategia ofensiva.

3.6.4. Chantaje buscando recompra con prima

Se toman posiciones hostiles, esperando que el consejo de la compañía pague un sobreprecio por el paquete de acciones, para evitar tener compañeros no deseados en el consejo. En este caso, realmente no se desea lanzar una OPA, sino amargar para poner lo suficientemente nervioso al consejo de la entidad afectada, a fin de que acepte negociar una salida del nuevo accionista no deseado, pagándole una prima por que se vaya. Es evidente que existen

inversores realmente modestos, que se dedican exclusivamente a acosar al consejo, a atacar a su presidente en las juntas generales, a impugnar los acuerdos sociales, y también por lo general a un presidente de una empresa le gusta tener juntas y consejos cómodos, pero a veces es mejor aguantar el acoso de un accionista hostil, sobre todo si estamos seguros de que no va a lanzar una OPA, que acceder a la extorsión, pues en este último supuesto se estarán utilizando recursos que son propiedad de los accionistas para subsanar una situación que no les afecta a ellos.

Lógicamente cada caso es diferente, y habrá que evaluarlo de una manera singular, sin que sea posible plantear una situación estándar para este caso de estrategia ofensiva.

3.6.5. Abrazo del oso

Se trata de una presión psicológica que se ejerce sobre la sociedad afectada, enviándole por ejemplo, una carta en la que se anuncia la intención de lanzar una OPA sobre ella, y se da un breve plazo para que decidan si la aceptan o no.

Evidentemente, y para tener credibilidad, es preciso que previamente se haya tomado un paquete significativo de control, sobre el cual la entidad oferente, tiene intención de apalancarse para lanzar la oferta definitiva.

En algunos casos es habitual una persuasión moral, en el sentido de cuestionar al equipo directivo, esto es, hacerles saber que si se oponen a la OPA, cuando esta triunfe, serán relevados de sus cargos; mientras que si en vez de oponerse, colaboran, se les tratará con simpatía, y en condiciones normales, podrán seguir trabajando en la empresa. Obviamente, nadie les puede garantizar eso, pero sembrar la duda es el inicio del desmembramiento de la cohesión de un equipo directivo.

3.6.6. Campañas informativas a los accionistas

Se inicia una campaña atacando la gestión del equipo gestor, y prometiendo mayores dividendos e incrementos en el valor de las acciones si se sustituye ese equipo. Lo más efectivo es la campaña de prensa, ya que crea una imagen global tanto en los accionistas como en los no accionistas, y promueve que se hable del particular en las conversaciones de pasillo. Si se es suficientemente bueno en marketing, se puede llegar a crear una corriente de opinión favorable a los intereses de la entidad oferente.

Otra posibilidad es la comparación de resultados con otras empresas del sector. Se ataca la gestión de la empresa mediante un análisis sectorial comparativo. La presión vuelve a ser psicológica. Evidentemente, la entidad oferente lo que hace es hacer una selección de aquellos ratios de la empresa afectada que sean negativos, y atacar a la empresa con esta información. Por supuesto, nada dice de los ratios positivos, puesto que nadie le obliga a hablar de ellos. La empresa afectada podrá utilizarlos para lanzar una campaña en sentido contrario.

También se pueden anunciar dividendos si se cambia la gestión de la compañía. Se lanza una OPA sobre una empresa, tomando una participación, y se logran los derechos de voto prometiendo más dividendos si se cambia el equipo gestor. Esta táctica tiene menos efectividad que otra, puesto que los dividendos no son el principal "leif motiv" de los inversores, que cuando invierten en bolsa, buscan más las plusvalías que los dividendos; pero si la compañía lleva varios años sin dar dividendos, y además no ha subido la cotización bursátil, es posible que la mera promesa de cambiar la política de retribución de los accionistas, sea suficiente para que estos den la bienvenida al nuevo equipo gestor.

3.7. Estrategias defensivas en operaciones hostiles

Si no existe un acuerdo, puede desarrollarse una lucha entre las partes en conflicto, que comenzaría probablemente por el establecimiento de un blindaje de la compañía por parte del consejo. Este blindaje se realizará mediante una modificación de los estatutos sociales o ampliaciones de capital, que obligarán al potencial adquirente a desembolsar una cantidad superior por el control de la entidad.

Las estrategias más efectivas son aquellas que tienen lugar en la etapa previa a la formulación de la OPA, puesto que después de formularla, la legislación procura “atar de pies y manos” al consejo de la entidad afectada, a fin de que no impida que una buena oferta pueda llegar a ser formulada a los accionistas minoritarios, y que ellos puedan decidir si la oferta les interesa o no.

Entre las estrategias defensivas pre-OPA tenemos las siguientes:

3.7.1. Píldoras venenosas

Lo que trata de hacer es que le resulte más cara la OPA a la entidad oferente, o bien para que si esta consigue su objetivo, lo que obtenga no se corresponda con lo que originalmente pretendía.

No obstante, Miguel Córdoba sostiene que es preciso tener en cuenta que la inclusión de píldoras venenosas en los estatutos sociales o la aprobación de emisiones de diferentes instrumentos financieros susceptibles de convertirse en capital, puede otorgar un exceso de poder a los adquirentes de los mismos, y en una situación complicada, en la que se haga necesaria, por ejemplo, la existencia de un “caballero blanco”, a lo mejor la empresa no encuentra ningún aliado, debido a que el riesgo de tomar el control de la empresa es tan importante para el “amigo” como para el “agresor”. La especificación de las condiciones en las que se pueden convertir o amortizar estos instrumentos debe requerir de un trato exquisito por parte de los abogados y financieros de la empresa, a fin de evitar sorpresas cuando la situación ya no tiene remedio.

Miguel Córdoba nos indica los tipos de píldoras venenosas que pueden existir:

- a. Bonos convertibles en acciones.- Los suscriptores de los bonos son “entidades afines” a la empresa, que reciben una rentabilidad superior a la que otorga el mercado, a cambio del compromiso (expreso o tácito, según el tipo de relación que haya con las entidades), de que convertirán los bonos en acciones en el momento adecuado, y decidiendo el derecho de voto al consejo de la entidad afectada. Impidiendo de esta forma que la entidad que acosa a la anterior, pueda tener el control de la compañía, al haberse incrementado notablemente el volumen de derechos de voto de las acciones en circulación. Si la entidad oferente consiguiera el control, le resultaría mucho más cara la adquisición, sobre todo por el hecho de que se diluiría el valor de las inversiones previas en acciones que habría hecho como “cabeza de puente” para tomar el control de la entidad afectada. Otra posibilidad de que se emitan bonos con convertibilidad voluntaria u obligatoria en acciones al vencimiento, los denominados bonos reembolsables en acciones. Estos bonos pueden incluso tener una opción de permuta por acciones viejas de la autocartera al reembolso de los mismos.⁴⁴
- b. Warrants.- Estos instrumentos proporcionan derecho de compra de acciones a un precio fijo en el futuro, que pueden suponer un porcentaje de participación importante. En el caso de la legislación española, ésta no obliga a que sean objeto de OPA, mientras sigan siendo “warrants”, pero si estos títulos están en poder del consejo de administración o de personas afines, pueden ser ejercitados en el momento preciso, y obligar a la emisión de nuevas acciones, que sí tendrían que ser adquiridas por la entidad oferente.

⁴⁴ Ibidém

- c. Capital Autorizado.- Una existencia de autorización en junta para convertir parte de las cuentas de acreedores en capital. Si se lanza la OPA se hace uso de la autorización, y se obliga a la entidad oferente a desembolsar una cantidad muy superior por conseguir el control.
- d. Ampliación de capital.- Se acuerda cada año en la junta de accionistas la posibilidad de ampliar capital cuando el consejo lo decida (siempre que sea por debajo del 50% del capital existente a la fecha de la junta). Si se lanza una OPA sobre la entidad, el consejo aumenta capital inmediatamente, y obliga a adquirir también los derechos de suscripción preferente que surgen con la ampliación de capital.
- e. Conversión por debajo del precio de mercado.- Se dan opciones a los accionistas de la sociedad para adquirir acciones aun precio inferior al de mercado. Estas opciones están condicionadas al hecho de que se produzca una toma de posiciones en el capital de la empresa de una cierta entidad, por ejemplo entre el 15y 25%. Caso de que no se produzca esta situación, cuando llegue la fecha de expiración de las opciones, la empresa les pagará una prima de amortización a los tenedores de las opciones.
- f. Dividendos extraordinarios de acciones preferentes.- Posibilidad de otorgar voto a las acciones emitidas o por emitir, que reduzcan el porcentaje de derechos de voto en junta que tengan los adquirentes después de la OPA.; también se pueden otorgar acciones preferentes o warrants de manera gratuita a todos los accionistas, de forma y manera que cuando la empresa oferente trate de comprar la empresa, se ve obligada a adquirir muchos más valores.
- g. Autorización de acciones preferentes en tiempo y precio.- Es una posibilidad de que los propietarios de acciones preferentes puedan solicitar la amortización de las mismas a un elevado precio. Se intenta

que el costo de la adquisición sea muy alto para la entidad oferente, por lo que normalmente, estas acciones tienen una opción de amortización a favor de la entidad emisora, cuyo consejo será el que decida si se amortizan o no. Si el consejo se ve acosado, y presume que la entidad oferente puede obtener fácilmente la victoria, puede amenazar a la entidad oferente con ejercer el derecho de amortización, mientras tenga poderes para ello, lo cual puede ser un arma formidable de negociación en la etapa final de la pugna por el control de la entidad.

- h. Vencimiento automático de deudas.-Se incorpora una cláusula a los estatutos según la cual, en el caso de que se produzca una OPA hostil, y se cambie una parte significativa de los consejeros de la empresa, esta tiene obligación de reembolsar en un plazo corto todas las deudas que tiene, incluidas las emisiones de obligaciones vigentes de la empresa. Esto puede suponer la necesidad de obtener financiación adicional por parte de la entidad oferente, lo que no siempre es posible, sobre todo cuando se ha tenido que asumir un apalancamiento financiero importante para lograr el control de la entidad afectada. Una modalidad alternativa es dar la opción a los titulares de préstamos y obligaciones de que elijan entre recibir dinero en efectivo, o recibir acciones ordinarias a un cambio “especial”.
- i. Consejo escalonado.- Es una exigencia de renovación cada X años, existiendo un período mínimo de permanencia como accionista para tener derecho a ser consejero. Sin embargo, esta píldora puede ser sorteada por la entidad oferente mediante la utilización de juntas extraordinarias de accionistas en las que dispone de la mayoría del capital. Luego basta con esperar un año para conseguir renovar otro tercio del consejo, y una vez conseguidos los dos tercios, dominar completamente la empresa. Cabe la posibilidad de que una vez nombrado el primer tercio de los consejeros, la entidad oferente negocie con algunos de los consejeros antiguos, y conseguir que se pasen a su

bando. Es evidente que si los consejeros saben que como mucho en doce meses la entidad oferente va a conseguir el control, pueda haber algunos de ellos que prefieran quedarse en vez de ser leales al presidente anterior.

- j. Supermayoría.- Para tomar decisiones importantes, como por ejemplo una fusión con otra entidad (la oferente) se exige un voto de entre el 75% y el 95% del capital en junta general. De esta forma. Aunque consiga un 60 o un 70% de los derechos de voto en una OPA, la entidad oferente no podrá conseguir que se apruebe la fusión con la entidad afectada, puesto que el resto de los accionistas votarán en contra de sus intenciones.

3.7.2. Acciones Doradas

Impiden que el adquirente de un paquete de acciones de cualquier tamaño, pueda tener, por ejemplo, más del 10% de los derechos de voto de la empresa. Por tanto, quien lanza la OPA, sabe que no podrá votar en junta con el porcentaje de acciones que detente, sino solamente con un 10%, independientemente del porcentaje de acciones adquirido.

También se denominan acciones doradas a los derechos que tiene el Gobierno en las empresas recientemente privatizadas. Según estas acciones, si el adquirente desea cambiar al equipo directivo, vender la empresa, fusionarla con otra, cambiar los estatutos, se requiere de la autorización gubernamental. Esta cláusula tiene una determinada vigencia temporal, por ejemplo cinco, siete, diez años, pasados los cuales los propietarios de la entidad tienen completa libertad para tomar las decisiones que estimen convenientes.

Recientemente, BBVA Y SCH en España, que tenían un blindaje de este tipo, han decidido eliminar este tipo de estrategia defensiva.

3.7.3. Acuerdos de salvaguardia

Son acuerdos de recompra preferente de acciones, en el caso de que se lanza una OPA, de esta manera, se puede recuperar el control rápidamente. El planteamiento se basa en tener una serie de accionistas “amigos” que detentan la propiedad de paquetes de acciones, que no salen al mercado, y que se mantienen en cartera, con un compromiso de reventa a un precio fijo, obviamente superior al de compra. Si se llega a producir una OPA, la entidad afectada tiene el derecho a adquirir esas acciones con preferencia a cualquier otro interesado en las mismas. De esta manera, la entidad afectada puede retirar del mercado un porcentaje de entre el 10 o el 15% de acciones rápidamente, y contribuir a que la OPA no tenga éxito.

También se pueden establecer acuerdos de no incremento del porcentaje de capital para determinados accionistas estables. En este caso, si por ejemplo una entidad tiene el 10% de capital, se compromete a no incrementar ese 10%, a cambio de percibir una comisión anual por el cumplimiento de este compromiso. Este mecanismo no es nada habitual en España, y se tiene dudas de que incluso pudiera ser legal.⁴⁵

3.7.4. Paracaídas dorados

Los consejeros y miembros del equipo directivo, tienen derecho a percibir compensaciones cuantiosas si se les echa de sus cargos, o incluso simplemente si la empresa cambia de propietario. El importe de estos blindajes se suele bloquear en cuentas indisponibles que garantizan que si se producen las circunstancias que dan lugar a la compensación, el dinero se entregará a los consejeros y directivos.

Este tipo de estrategia tiene la ventaja para el equipo directivo de que no es precisa la autorización de la junta general de accionistas para la concesión de los blindajes. Sin embargo, suele estar mal visto por los accionistas, sobre

⁴⁵ Córdoba, Miguel (2003). *“OPA El control político de las sociedades cotizadas”*. Madrid: Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

todo si se abusa de su confianza, y el blindaje llega a suponer un porcentaje elevado de los beneficios anuales.

3.7.5. Tierra quemada

Toma de decisiones lesivas para la marcha de la sociedad mientras es acosada. Cuando se consigue el control, el deterioro es ya manifiesto.

La empresa afectada se ve acosada de tal manera, y siente tal animadversión hacia la entidad oferente, que decide liquidar todos sus activos, prescindir de sus mejores ejecutivos, renunciar a sus mejores contratos, a fin de que cuando la entidad oferente triunfe, se encuentre con que en vez de una empresa, compra una "cáscara vacía". En el fondo, es el "recurso del pataleo", pero por lo menos el consejo saliente sentirá la satisfacción de haber causado daño a su oponente.

Asimismo, el consejo puede tratar de descapitalizar la empresa, pidiendo financiación a entidades financieras, cuyo único objetivo es pagar un dividendo extraordinario de elevada cuantía a los actuales accionistas, y que cuando la entidad oferente llegue a controlar el consejo de la entidad, se encuentre con que tiene tal nivel de endeudamiento que la empresa vale mucho menos de lo que ha pagado por ella.

3.7.6. Venta de joyas de la corona

Cuando se siente la OPA hostil, la empresa vende la mayor parte de las filiales productivas, que posiblemente era lo que hacía atractiva a la matriz.

La empresa afectada evalúa los objetivos de la oferente, y si se da cuenta de que lo que ansía es parte de su negocio, puede optar por venderlo a un "caballero blanco" a un precio inferior a su valor real, con lo que desaparece el interés que podría tener la matriz para la oferente (ya que además, no se han ingresado las plusvalías de la venta de las filiales). Si hay confianza con el

“caballero”, se puede firmar un contrato privado de recompra futura a un precio algo superior al inicial, a fin de que aquel reciba una contraprestación por su “ayuda”.

Una variación de esta estrategia es la denominada bloqueo, según la cual, la empresa realiza una promesa de venta de los principales activos y filiales de la compañía a una empresa, si otra entidad intenta lograr el control de la misma. De esta manera, la empresa lo que hace en el fondo es elegir un “caballero blanco” potencial, para el caso de que surja un “tiburón” o un “caballero negro” que se lance sobre la empresa.

3.7.7. OPA de exclusión

Se trata de solicitar la exclusión de cotización cuando la empresa se siente acosada. De esta manera, se logra un doble efecto, utilizar la liquidez de la compañía para adquirir las propias acciones a un elevado precio (descapitalizando la empresa) y sacar a la empresa de bolsa, lo que impide la posibilidad de lanzar una OPA “oficial” sobre las acciones de la empresa.

Siempre se puede lanzar una OPA sobre una empresa no cotizada, pero es mucho más difícil, ya que la única forma de conseguir que los accionistas se enteren de que existe esta operación es convenciendo a las entidades depositarias de que envíen cartas de comunicación a sus depositantes, y apoyarlo con anuncios de prensa. Además, en este caso, los accionistas no cuentan con la protección de la CNMV para garantizar que el precio que se paga es justo.

Además, al adquirir una parte del capital la propia compañía, gastará la liquidez de la misma o bien tendrá que endeudarse para conseguirla, y perderá atractivo para la entidad oferente, que muy posiblemente pensaba financiar la operación con parte de los activos de la entidad afectada.

Entre las estrategias defensivas **post-OPA**, están las siguientes:

3.7.8. Caballero blanco

Lanzada una OPA sobre la empresa, ésta encuentra un comprador al que los accionistas venden total o parcialmente la empresa.

Lógicamente, esta estrategia es casi de las últimas a elegir por parte de la entidad afectada, puesto que de hecho supone la pérdida de control de la empresa por parte del consejo de administración. Se elegirá un poco a la desesperada, cuando se vea que es imposible resistir el ímpetu de la entidad oferente, y, se prevea que con una probabilidad elevada, se va dicha entidad va a lograr que la OPA tenga éxito.

En general en el mundo de los negocios no hay buenos samaritanos, y si una empresa asume el papel de “salvadora” de otra, no lo va a hacer gratis. Bien es cierto, que si el “caballero blanco” recibe información confidencial de la empresa afectada, y esta colabora con él en todo lo necesario, y da un informe positivo para la OPA competidora que lance dicho caballero, este puede estar proclive a mantener los puestos de trabajo a los ejecutivos, a mantener a alguno de los consejeros, e incluso a pagar una “jubilación de oro” al actual presidente del consejo, pero estos pactos no se pueden poner por escrito, y una vez que ha finalizado la OPA, y el “caballero blanco” ha obtenido su objetivo, todo puede pasar.

No existe nada menos fiel que el dinero, y al final, el “caballero blanco” tendrá que superar la oferta de otras entidades oferentes, por lo que el precio que pague será lógicamente un precio alto, propio de las OPA hostiles, por lo que la ayuda de la entidad afectada tendrá un valor limitado, ya que el control no se ganará nada más que pagando un precio más alto que los demás.

3.7.9. Escudero Blanco

Ante una amenaza de OPA, se buscan entidades amigas que acepten adquirir algunos paquetes de acciones que quedan aparcados, e impiden el éxito de la OPA.

Si la OPA es limitada, y se consigue aparcar un número suficiente de acciones, se tendrá garantizado el fracaso de la OPA. Para lograr este objetivo, se tiene que tener mucha confianza en el “escudero”, puesto que si se le facilita la adquisición de paquetes significativos de acciones, para ponerlos a buen recaudo de la entidad oferente, y el “escudero” pacta la venta a esta última por un precio con una determinada prima, la entidad afectada estará perdida.

También se puede utilizar esta táctica cuando la empresa tiene un paquete importante en autocartera, y necesita hacer liquidez para preparar su defensa ante la entidad que la está acosando. Se “aparca” la autocartera, se consigue la liquidez, y se firma un contrato de reventa a un precio superior al de la venta original, como compensación por los servicios prestados por el “escudero”.

3.7.10. OPA Envolvente

El esquema de actuación se basa en que cuando una empresa intenta comprar nuestras acciones para conseguir el control, compramos simultáneamente las acciones de la entidad oferente, a fin de llegar a un acuerdo de no agresión.

La compra de acciones se puede hacer en bolsa (para cantidades no muy grandes), o bien planteando directamente una OPA a la entidad oferente, supuesto que dispongamos de la tesorería suficiente.

Hay que tener en cuenta que cuando una empresa lanza una OPA sobre otra, habitualmente suele caer la cotización de las acciones de la empresa oferente, y disminuir la cotización de las acciones de la empresa afectada, debido a que la primera paga una “prima de control” por la segunda. Por eso, la empresa afectada podrá comprar acciones de la entidad oferente a un precio relativamente bajo, y está en una condición privilegiada para poder defenderse, supuesto que tenga el suficiente colateral como para aguantar una situación de este tipo.

De hecho, no es imposible que una operación de concentración que se ha iniciado una empresa sobre otra, acabe justo con el resultado contrario del previsto, esto es, que la empresa afectada acabe quedándose con la empresa agresora mediante una OPA envolvente; y, aunque no triunfe se habrá gastado la tesorería de la empresa en acciones de la entidad agresora, por lo que cuando se produzca la fusión, tendrá que proceder a la amortización de un volumen significativo de acciones, y la victoria no será tan dulce como se había pensado.⁴⁶

3.7.11. Actuación ante el Tribunal de Defensa de la Competencia

Concretamente, en el caso español cuando estamos hablando de una gran compañía, perteneciente a un sector oligopolista, la adquisición de una empresa del mismo sector, puede ser bastante complicada, habida cuenta que es muy posible que se precise la autorización del Tribunal de Defensa de la Competencia.

⁴⁶ Ibidém

En España, no se puede realizar la compra de una entidad que suponga la concentración del 25% de cuota de mercado en un mismo grupo. Por ello, cuando se presume que esta situación se puede dar, lo primero que hace la entidad afectada es pedir el amparo del citado Tribunal, tratando de justificar que la operación no debe realizarse, puesto que incumpliría la normativa.

3.7.12. Campañas informativas a los accionistas

Se contrarresta la campaña ofensiva con una campaña en sentido contrario, justificando la gestión de la empresa. En este caso, es importante tener en cuenta que la empresa afectada utilizará sus propios recursos para contrarrestar la campaña de la entidad oferente, por lo que cuanto más dure la campaña, peor será para esta última, que si consigue finalmente su objetivo, habrá tenido que pagar indirectamente toda la publicidad que haya esgrimido la entidad afectada, y que puede suponer una cantidad muy significativa de dinero. Puede también efectuarse una comparación de resultados con otras empresas del sector, contrarrestando la OPA convenciendo a los accionistas de que la gestión actual es adecuada dentro del contexto sectorial.

3.7.13. Toma de control con apalancamiento

Cuando existe un interés de comprar una empresa, y no se dispone de los recursos necesarios para hacerlo, ya sea en efectivo o en acciones, la entidad oferente recurre a los activos de la entidad afectada.

El objetivo de la entidad oferente es pedir financiación ajena utilizando como garantía la hipoteca o prenda sobre los activos que tiene la entidad afectada, por lo que en muchas ocasiones, la entidad oferente lo que hace es

emitir bonos basura colateralizados con los activos, que son adquiridos por bancos de inversión, a un tipo de interés bastante elevado, y con un vencimiento a corto plazo (dos o tres años máximo), este plazo es el tiempo necesario para que la entidad oferente controle a su presa, la reorganice, venda parte de los activos a un precio superior al valor en libros, y una vez que ha conseguido sus objetivos, revender el resto de la empresa con una plusvalía significativa.

El apalancamiento de las empresas que sufren un “leveraged buy out” LBO llega a ser muy elevado, pasando por ejemplo de una estructura de recursos propios/ recursos ajenos de 1-1 a 1-5. A la entidad oferente no le importa mucho el desaforado coste financiero puesto que lo que verdaderamente desea es tiempo para diseccionar su presa y vender los activos a un precio superior al que los ha comprado. A la entidad que ha adquirido la empresa, no le importa el futuro desarrollo de la misma, ni mejorar los sistemas productivos, ni ganar cuota de mercado; sólo desea “dar el pase” a la entidad con una plusvalía significativa.

Sólo se puede lanzar un LBO sobre una empresa, cuando hay una diferencia significativa entre el valor real de la empresa y su cotización bursátil. Esto no es tan inusual, pues muchas empresas españolas cotizan en bolsa muy por debajo de su valor real. Además, la empresa debe tener un determinado nivel de activos y de ingresos recurrentes, puesto que si no hay garantías de activo o de flujo de ingresos, los bancos de inversión no financiarán la operación.

Otro aspecto adicional a tener en cuenta será el sector al que pertenezca la empresa. Está claro que la financiación que proporcionarán los bancos de inversión va a tener un grado elevado de riesgo, y lógicamente, los bancos apostarán mejor por un sector que por otro; o lo que es lo mismo, concederán

una mayor financiación a determinados proyectos que a otros, dependiendo del grado de creencia que tengan en la capacidad de la entidad oferente de lograr los objetivos que se ha propuesto.

Si la operación de apalancamiento es realizada por los propios directivos de la empresa, se le denomina "management buy out" MBO. Ello supone un planteamiento de continuidad en la gestión, pues los mismos que han estado gestionando la empresa hasta entonces, asumen la propiedad. Evidentemente, nadie conoce la situación real y el valor de la empresa mejor que sus ejecutivos, por lo que si deciden realizar la operación es por que realmente están convencidos de que pueden sacar el negocio adelante. Ello suele suponer un valor añadido para los bancos de inversión, que preferirán confiar en profesionales que en financieros que intentan dar un "pelotazo" como ocurre habitualmente en los LBO.

Es muy importante la evaluación de la capacidad financiera de la empresa en la fase posterior a la toma de control, puesto que el equipo directivo no quiere vender la empresa o sus partes, como ocurre normalmente en el LBO, sino que quiere desarrollar la empresa. Por tanto, habrá que evaluar el coste de las obligaciones y préstamos emitidos por la empresa antes del MBO, y el coste de los nuevos préstamos, obligaciones subordinadas y, en su caso acciones preferentes, que servirán para financiar la toma de control de la compañía.

Un MBO también puede ser una estrategia diseñada como estrategia defensiva ante una OPA hostil. Los directivos son conscientes de que si triunfa la entidad oferente, les sustituirá en sus puestos de trabajo, y por ello promueven esta operación, con la ayuda de determinados bancos de inversión, que preferirán financiar a los profesionales que conocen la empresa, en lugar

de a terceros que pueden no conocer el negocio, e incumplir los futuros compromisos financieros que se establezcan.

Sin embargo, el MBO puede resultar lesivo para los intereses de los accionistas, puesto que lógicamente los directivos intentarán pagar lo menos posible por las acciones que les permitirán controlar la compañía, y no es para eso para lo que los accionistas han contratado a los directivos. Si hay una oferta de terceros a un buen precio, lo lógico sería que se permitiera que llegara a los accionistas para que estos decidieran si les interesa o no. Si los directivos se ponen por medio y consiguen tomar, por ejemplo, un 44% del capital, no habrá empresa que intente lanzar una OPA hostil sobre la entidad afectada.⁴⁷

3.8. Acciones por violaciones de la normativa sobre OPAs

Dentro del ámbito de acciones ha seguirse, un lugar preeminente corresponde a las actuaciones que pueden iniciarse por supuestas violaciones cometidas por el oferente en la normativa reguladora de estas operaciones. Esta posibilidad, puede verse favorecida por la prolijidad y detallismo del Decreto de OPAs. Si bien, la proliferación de reglas, a la vez que proporciona, en aquellos aspectos que son objeto de regulación, una considerable seguridad y predictabilidad jurídica, puede también incitar a una litigiosidad excesiva, como consecuencia de la realización de hechos y conductas no contemplados de forma expresa en la actual normativa pero contrarios a su espíritu. Y en un fenómeno de la naturaleza de las OPAs, que está sometido a un constante proceso de desarrollo y mutación por la progresiva incorporación al mismo de

⁴⁷ Ibidém

nuevos instrumentos jurídicos y económicos que una práctica cada vez más extensa va perfilando, es claro que este riesgo resulta especialmente saliente.⁴⁸

Según el autor, en España, cabe presumir que las mayores dudas acaben planteándose también en relación a las informaciones que el oferente debe incluir en el folleto explicativo de la oferta, considerando que el resto de los requisitos establecidos en la normativa sobre OPAs no plantean por lo general problemas especiales. En sí, algunos elementos exigidos como la declaración relativa a un posible endeudamiento futuro del oferente, o “la finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada”, podrían ser fuente de controversia, por el previsible intento de los oferentes de utilizar fórmulas genéricas que no limiten sus posibilidades de actuación en el futuro (o que resulten de su propio desconocimiento, dado que en las OPAs hostiles el oferente carece frecuentemente de una información completa y exhaustiva sobre la situación de la sociedad afectada, y puede no tener en principio planes muy concretos en relación a la misma).

García De Enterría considera que las acciones que pudiesen entablar las instancias directivas de la sociedad afectada por supuestas infracciones de la disciplina sobre OPAs cometidas por el oferente tienen un importante fundamento, considerando que la protección de los accionistas de las sociedades sometidas a procesos de adquisición es precisamente el principio esencial que anima y da razón de ser a esta normativa. En particular, la transparencia informativa, con la que quiere asegurarse que los accionistas dispongan de una información amplia y completa para poder tomar decisiones fundadas con respecto a sus valores mobiliarios y, por extensión, a la sociedad a la que pertenecen, constituye claramente uno de los pilares esenciales sobre los que se apoya la ordenación jurídica de esta figura y, el único en que

⁴⁸ García De Enterría, Javier (1999). *“Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs”*. Madrid: Civitas Ediciones SL.

coinciden todos los sistemas reguladores que nos ofrece el Derecho comparado. En las posibles acciones que pudiesen emprender los administradores por violaciones de la normativa sobre OPAs podría verse, por ello, un instrumento de defensa de los propios accionistas, dada la imposibilidad práctica en que éstos se encontrarán para perseguir judicialmente las posibles irregularidades cometidas por los oferentes.

Si bien es un hecho que el contenido del folleto presentado por el oferente y en general el cumplimiento de toda la normativa sobre OPAs es objeto de un control previo por parte de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, al que se vincula precisamente la autorización de la oferta. La posibilidad de que una intromisión de los órganos judiciales en el normal desarrollo de la OPA venga justificada por graves irregularidades cometidas por el oferente no parece, por tanto, muy elevada, dado el control y la supervisión que sobre estas operaciones despliega la Comisión.

Por otro lado, en aquellos supuestos en que incorrecciones legales puedan haber pasado inadvertidas en el trámite de autorización de la oferta, resultaría contradictorio que acciones interpuestas por los administradores bajo el pretexto de la tutela de los accionistas acabasen perjudicando precisamente a quienes se dice proteger, si como consecuencia de las mismas se produce un entorpecimiento u obstaculización de la oferta que a estos últimos ha sido dirigida. Es decir, las ventajas que podrían derivarse de estas acciones para los accionistas no compensarán normalmente los perjuicios que podría producirles la obstrucción de la OPA. En el caso concreto del folleto hecho público por el oferente, en concreto, resultaría extraño que acciones supuestamente dirigidas a poner a disposición de los accionistas una mayor información acabasen determinando la imposibilidad de servirse de la misma, si de ellas resultasen escollos en el normal desenvolvimiento de la oferta. El riesgo omnipresente de que los órganos gestores de la sociedad afectada puedan servirse de una pretensión legal incluso fundada en defensa de sus propios intereses y en

perjuicio de los accionistas, debe justificar la incapacidad general de los administradores para interponer recursos contra la OPA, interviene también aquí en favor de la exigencia de un pronunciamiento de los accionistas en relación a las acciones que pudiesen estar basadas en el supuesto incumplimiento por el oferente de la normativa reguladora de estas operaciones.⁴⁹

La conducta adecuada, sin duda, ha de consistir en poner los hechos pertinentes en conocimiento de la CNMV, de la que sin duda cabe presumir una actuación más objetiva y desinteresada. En particular, en el supuesto de inexactitudes en la información suministrada por el oferente, los instrumentos generales de que dispone la Comisión deben permitir normalmente una adecuada tutela de los accionistas sin necesidad de intervención judicial alguna.

Finalmente, el cauce judicial del que debería servirse una sociedad afectada que estimase dañados sus derechos por supuestas infracciones legales cometidas por el oferente no parece tampoco, especialmente prometedora. Dados los plazos en que se resuelve una OPA, es claro que la única solución viable para la sociedad afectada consistiría en impugnar ante la jurisdicción contencioso-administrativa el acuerdo de autorización de la misma adoptado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tal como lo señala el Decreto sobre OPAs y la Ley de Mercado de Valores, con la esperanza de que los órganos judiciales suspendiesen dicho acuerdo o adoptasen cualquier otra medida cautelar que impidiese al oferente llevar la oferta a término. Y la posibilidad de que un órgano judicial decida intervenir en el desarrollo de una operación que tiene lugar bajo la estricta supervisión y control de un órgano especializado e independiente como es la CNMV no parecen, en principio, muy elevadas.

⁴⁹ Ibidém

Es fundamental citar el caso más reciente de OPA hostil que involucra a Gas Natural, la mayor empresa gasística de España, controlada por La Caixa, en manos del tripartito catalán, se quiere hacer con el control de Endesa, la mayor empresa eléctrica de España con sede en Madrid, mediante una OPA hostil sobre el 100% del capital. El accionista de referencia de Endesa es Caja Madrid en manos del PP (con el apoyo de IU y CCOO). Los activos de los que debería desprenderse, por ley, Gas natural ya han sido pactados con Iberdrola (entre cuyos accionistas están el BBVA y la BBK), segunda empresa eléctrica de España con sede en Bilbao. La Caixa ya controla Repsol YPF, la mayor empresa petrolera del país.

Esta OPA es la mayor operación empresarial de carácter hostil realizada en el mercado energético mundial. Si sale adelante se constituiría la 3ª empresa energética del mundo, con sede en Barcelona.

De esta forma se conformaría un duopolio energético que controlaría el 80% del gas, el petróleo y la electricidad en España y que estaría en manos de los nacionalistas catalanes y vascos, lo cual constituye un autentico golpe de estado, que se hace con la connivencia del gobierno central del PSOE.

Los tres mayores operadores energéticos (Repsol, Gas Natural y Endesa) quedarán en manos de un único centro de decisión, un gobierno catalán nacionalsocialista.

LA OPA Y LOS PROTAGONISTAS

SECTOR ENERGÉTICO

A) ENDESA. Es la primera empresa eléctrica en España y una de las más importantes de Iberoamérica. Su presidente es Pizarro del PP. Iberdrola y Endesa son propietarias de la petrolera Repsol. Endesa no tiene un poder accionarial concentrado, el mayor accionista es Caja Madrid con el 9%.

B) IBERDROLA. Con sede en Bilbao. Sus principales accionistas son el BBVA y la BBK. En octubre de 2000 Aznar, bajo requerimiento de Iñigo de Oriol, frenó

la OPA de Repsol sobre Iberdrola, que contaba con el apoyo del BBVA. Iberdrola quiso absorber a Endesa, teniendo que intervenir R.Rato.

C) GAS NATURAL. Su valoración en Bolsa es la mitad que Endesa. Los principales accionistas son La Caixa (32%) y Repsol (30,8%). Gas Natural vivió desde 1992 del boom inmobiliario de estos años, y de importantes incentivos de la red de gas. Dinero público que recibía para financiar el establecimiento de la red en nuestro país. Fracasó la fusión con Iberdrola

D) REPSOL. Principal operador en el mercado. Participa en un 30% en Gas Natural, y también en Iberdrola. La Caixa es la primera accionista, tanto de Repsol como de Gas Natural. En octubre del año pasado, La Caixa forzó la dimisión de Cortina como presidente de Repsol y le sustituyó por el hasta entonces presidente de Gas Natural y número dos de La Caixa, Antoni Brufau, su cerebro energético y por ello, artífice de la OPA. Este señor firmó en nombre y representación de La Caixa un acuerdo con Repsol sobre el control conjunto de Gas Natural. El año pasado, Repsol creó una empresa mixta con Gas Natural. Con la OPA puede estar constituyéndose también el punto de partida de un plan de exploración para sacar petróleo a una gran fusión energética que incluye a Repsol.⁵⁰

Por otro lado, el Tribunal de Luxemburgo no consideró apropiado paralizar el proceso de OPA de Gas Natural sobre Endesa, como solicitaba la eléctrica. Ahora veremos qué concluye sobre la petición de Endesa para que anule la decisión de la Comisión Europea de cederle a España la supervisión de la operación. La vista ya tiene fecha: el 9 de marzo.

En el recurso presentado ante el Tribunal de primera instancia de la Unión Europea, Endesa pide que se anule la decisión del Ejecutivo comunitario, por considerar que hay numerosos "vicios de procedimiento" y que se ha

⁵⁰ www.elmundo.es

violado su derecho a la defensa al tramitar el procedimiento con "falta de transparencia".

La eléctrica señala, además, que la Comisión debería haber solicitado la suspensión del procedimiento nacional que se ha desarrollado en paralelo y que el hecho de no haberlo solicitado supone un "grave vacío procesal".

Hasta el momento, la estrategia defensiva de Endesa ante los tribunales no le ha dado resultado, y la oferta de compra lanzada en septiembre por la gasista por más de 22.000 millones de euros sigue adelante según el calendario previsto. A principios de mes, el Gobierno dio [luz verde](#) a la operación, a la que impuso una serie de condiciones.

La lucha de Endesa para resistirse a la OPA hostil de Gas Natural se centró, en su momento, en la afirmación de la eléctrica de que con la aplicación de las nuevas Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), actualmente vigentes, el porcentaje de su facturación en Europa es superior a un tercio, con lo que la operación tendría dimensión comunitaria y correspondería supervisarla a la Comisión Europea.

Además, Endesa informó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que ha gastado hasta ahora 72 millones de euros en defenderse de la OPA hostil que Gas Natural lanzó el pasado mes de septiembre. Además ha asegurado que dicha estrategia ha supuesto una gran revalorización de las acciones, de 18,56 euros por acción el día de la OPA a 26,5 euros en la actualidad.

Realmente resulta curioso que se apropien de la subida de las acciones gracias a su estrategia anti-OPA. Las acciones han subido por la OPA en sí, porque el Gobierno la autorizó y porque (aquí sí que tiene mérito Endesa) EON lanzó una OPA superior a la de Gas Natural.

Si de verdad se preocuparan de los accionistas, Endesa debería ver siempre con buenos ojos cualquier OPA que incremente el precio de las acciones en vez de oponerse rotundamente a ella. También estimular la llegada de nuevas OPAs superiores, como hizo, y repartir siempre grandes dividendos (y no sólo como mecanismo de defensa ante la OPA). Esas cosas son las que benefician a los accionistas. El resto de estrategias simplemente buscan quedarse pegados al cómodo sillón de directivos. O mezclar política y negocios.⁵¹

En ámbitos bursátiles, se denomina "**caballero blanco**" a un accionista de referencia que, en situación de volatilidad en los mercados de un valor y ante el riesgo de adquisición por parte de alguien no deseado, entra de forma fuerte en el capital de una empresa con el beneplácito de los gestores para darle estabilidad.

El "caballero blanco" de Endesa ha llegado. Se llama EON, es uno de los gigantes mundiales de la energía, y ha realizado una OPA por el 100% del capital condicionado al 50%. Con un precio de 27,5 euros por acción (casi un 30% más de lo que ofertaba Gas Natural) y encima en metálico, muy mal se tendrían que poner las cosas para que la OPA (calificada como "no hostil" por Endesa) no triunfase. Desde luego, Gas Natural no tiene músculo para evitarlo.

Por encima de los detalles de la hipotética adquisición y el proceso de fusión, las sinergias o los potenciales problemas de competencia, lo que queda claro con esta operación (que por su volumen y las características del comprador tiene todos los visos de llevarse a cabo) es cómo hacen las cosas las grandes empresas a nivel mundial. Frente a esto, todo el sainete de la OPA

⁵¹ www.elblogsalmon.com

de Gas Natural (que si el gobierno, que si Cataluña, que si monopolio, que si...) resulta provinciano.⁵²

RAZONES CONTRA LA OPA

El Ministerio de Economía y el Consejo de Ministros tienen poder total para autorizar o denegar la operación. Respecto a Europa, aunque la Comisión Europea se ha mostrado favorable a estudiarla y por el momento ha aplazado su decisión, puede irrumpir con su titular de competencia, una holandesa conservadora, Neelie Kroes, que no es favorable a la OPA. Portugal e Italia ya le han comunicado a Bruselas su interés en que revise la OPA. Francia se ha desmarcado de ambos países. El Gobierno ya ha manifestado que aceptará la decisión de Bruselas sobre la OPA "según lo que diga y cómo lo diga". Todos los movimientos para nombrar a la presidenta de la CNE, al presidente del TDC, las manifestaciones del Presidente de la CNMV, todos afines al PSOE, van en este sentido.

GN-Endesa tendría el 60% del mercado eléctrico en España. La fusión no es necesaria para competir internacionalmente. La fusión va a suponer inevitablemente un encarecimiento de la energía eléctrica, y del gas, anunciándose ya un incremento medio del 10%. El plan de energías verdes (Kioto) de ZP supondría unas subidas de 20% en las tarifas. La producción de energía eléctrica con gas (ciclo combinado) es 6 o siete veces más cara que la energía nuclear o el carbón, (y el Gobierno ya ha anunciado que cerrará once minas de carbón). GN utilizaría masivamente el gas para producir electricidad. (60/70 eu por Mwh frente a 11 eu por Mwh), lo que también redundaría en el incremento del precio al consumidor. Por otro lado la actividad gasística en España está subvencionada para establecer la red distribuidora. (GN tiene el 80%).GN estaría utilizando fondos públicos para actividades especulativas. Lo que se ha reabierto es el debate sobre el parón nuclear.

⁵² Ibidém

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- 1.** El mercado de control, despliega una capital función económica, al permitir la realización de operaciones de reordenación y de reorganización de las estructuras empresariales y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños que resulten más rentables y eficientes.
- 2.** La labor de supervisión y de fiscalización que despliegan los mercados de capitales dota a las operaciones de adquisición de una función de eminente carácter preventivo, por el interés de los administradores en procurar y en mantener cotizaciones bursátiles altas que no dejen espacio para la posible realización de tomas de control indeseadas.
- 3.** Las tomas de control se caracterizan por su aptitud intrínseca para eludir cualquier intervención del órgano de administración y para remitir la decisión directa sobre la operación a los propios accionistas, que son quienes determinan el resultado de ésta con su decisión de acogerse o no a la oferta de compra o de permuta que les dirige el oferente.
- 4.** El sistema imperativo de OPAs, suscita un flagrante riesgo de inmovilidad y de petrificación de las situaciones de control ya existentes, comprometiendo seriamente tanto el funcionamiento ágil y eficiente del mercado de adquisiciones como los propios intereses económicos del conjunto de los accionistas.
- 5.** Resulta importante examinar la ordenación jurídica de las OPAs, considerando que la canalización del ahorro hacia los mercados de valores exige generar un clima de confianza entre los inversores mediante la promulgación de un marco jurídico que evite, entre otras cosas, posibles percepciones de tratamiento injusto o discriminatorio.

6. Los sistemas de OPA total, al margen de inmunizar a las sociedades de mayor envergadura y de dificultar cualquier operación de cambio de control, intervienen en contra del significado mismo de los mercados de valores y de la necesidad de ampliar su base, al ser la concentración de todo el capital social en un único accionista incompatible con el mantenimiento del carácter bursátil de la sociedad.
7. La obligación de realizar una OPA surge cuando se pretende adquirir acciones a título oneroso, siendo irrelevante cualquier forma de adquisición que se realice a título gratuito como la derivada de una herencia o donación.
8. La creciente dispersión del accionariado hace que la facultad de dirección de las sociedades abiertas o bursátiles descansa en una participación en el capital cada vez menor y que el poder de los administradores se ejerce con un elevado nivel de independencia frente a los accionistas, es decir, el poder se concentra en minorías inversamente proporcionales a las dimensiones y envergadura de la sociedad.
9. Es fundamental la capital función que los modernos mercados de valores despliegan en este proceso de sometimiento y control del poder gestor de la gran sociedad anónima y la correlativa protección que los mismos son capaces de ofrecer a los accionistas, sólo apreciando este fenómeno puede captarse la esencia de una operación como la OPA y el significado que la misma reviste para perfilar la estructura institucional de las sociedades anónimas que cotizan sus valores en bolsa.
10. La función que las OPAs pueden desplegar en un mercado de valores eficiente para embridar el poder de los órganos directivos de las grandes sociedades y para aliviar con ello el problema de la separación de la propiedad y de la gestión en su seno es una consecuencia directa de los

mecanismos que determinan la fijación de los precios de los valores mobiliarios.

11. En los mercados más evolucionados, la “hostilidad” es característica de las operaciones en las que el oferente busca rentabilizar su inversión mediante el desplazamiento de los antiguos órganos directivos y la puesta en práctica de un cambio radical en la gestión social, mientras que la impronta amistosa o negociada suele prevalecer en las OPAs motivadas por la simple búsqueda de sinergias y de los beneficios que habitualmente acompañan a la integración de dos empresas.
12. La posibilidad implícita en las OPAs de dirigirse directamente a la base accionarial de la sociedad afectada para eludir así la posible discordancia de sus órganos gestores resulta esencial para que la función fiscalizadora y de control que a las mismas se reserva pueda desplegarse en su plenitud y sin interferencias.
13. Del procedimiento de las OPAs derivado del control del mercado de valores se benefician, evidentemente, los accionistas de las sociedades sobre las que recae una operación de adquisición, éstos, pueden optar entre la venta de sus valores a un precio habitualmente superior al de mercado o por permanecer en la sociedad para beneficiarse del cambio de gestión que pueda aportar el oferente.
14. En los países donde más desarrollo han tenido las OPAs, éstas se han acreditado como el mecanismo más efectivo para acotar el poder liberado de los administradores y para asegurar una gestión más atenta a los intereses de los accionistas.
15. Es preciso recomendar a las autoridades responsables de regular la normativa y participación en el mercado de valores ecuatoriano, la necesidad de desarrollar el tratamiento de la OPA, pues en la actualidad

no existe un concepto legal de Oferta Pública de Adquisición de Valores, el procedimiento regulado es muy sencillo, no existe claridad en las normas de protección de los inversionistas minoritarios, sistema de prima de control e igualdad de trato de los accionistas.

16. El régimen sobre OPAs obligatorias, y la consiguiente obligación de canalizar cualquier operación de adquisición o de transmisión de participaciones accionariales significativas a través de una OPA, se presenta como un elemento característico y distintivo del estatuto jurídico de las sociedades cotizadas o bursátiles, que no rige en absoluto para las sociedades cerradas que no coticen sus valores en un mercado secundario oficial.
17. La OPA competidora es aquella que afecta a aquellos valores sobre los que en todo o en parte haya sido previamente presentada una OPA al órgano regulador, y cuyo plazo de aceptación no esté finalizado.
18. El nuevo sistema de OPAs competidoras, unido a la limitación de las OPAs parciales, permitirá garantizar los derechos de los accionistas minoritarios cuando una empresa desee controlar otra.
19. Las OPAs condicionadas, es una oferta en la que se admite la posibilidad de supeditar la efectividad de la OPA a la adopción de un determinado acuerdo por parte del consejo o de la junta de la sociedad afectada, abriendo la posibilidad de que los accionistas puedan decidir en la junta, si les interesa o no modificar los estatutos, o cambiar al consejo de administración, puesto que de que tomen o no esa decisión, dependerá que sus acciones se paguen a un alto precio o no.
20. La característica de los recursos y las acciones contra la OPA estriba en la función táctica que pueden llegar a cumplir, con independencia de su consistencia y fundamento en cuanto al fondo, es decir, las acciones

contra la OPA son necesariamente un juego, una táctica que entra en acción al primer signo de una OPA, donde el concepto del Derecho como un sistema de justicia es totalmente irrelevante, una de las más relevantes es la de prolongar o retardar el desarrollo de la OPA.

21. Considerando el efecto traumático que una OPA hostil tiene normalmente sobre las instancias directivas y sobre los empleados de la sociedad afectada, el rápido recurso a los tribunales para cuestionar la validez de la OPA puede servir para generar la impresión de que la sociedad afectada no está inerme ante la agresión de que ha sido objeto y que dispone de medios suficientes para oponerse al cambio de control, reforzándose así la moral tanto de los propios administradores como del personal de la sociedad.
22. Recomendar a la entidad oferente interesada en lanzar una OPA hostil contra una empresa cotizada, en mantener el secreto profesional sobre la operación, puesto que una de las cosas que más ayudan al éxito de estas operaciones, es el factor "sorpresa", pues, la entidad oferente suele intentar controlar un paquete minoritario antes de lanzarse a la aventura de la toma de control.
23. Las estrategias defensivas más efectivas son aquellas que tienen lugar en la etapa previa a la formulación de la OPA, puesto que después de formularla, la legislación procura "atar de pies y manos" al consejo de la entidad afectada, a fin de que no impida que una buena oferta pueda llegar a ser formulada a los accionistas minoritarios, y que ellos puedan decidir si la oferta les interesa o no.
24. La OPA de exclusión busca solicitar la exclusión de cotización cuando la empresa se siente acosada, logrando un doble efecto, utilizar la liquidez de la compañía para adquirir las propias acciones a un elevado precio (descapitalizando la empresa) y sacar a la empresa de bolsa, lo que

impide la posibilidad de lanzar una OPA “oficial” sobre las acciones de la empresa.

25. Es importante la evaluación de la capacidad financiera de la empresa en la fase posterior a la toma de control, puesto que el equipo directivo no quiere vender la empresa o sus partes, sino que quiere desarrollar la empresa. Por tanto, habrá que evaluar el coste de las obligaciones y préstamos emitidos por la empresa antes del MBO, y el coste de los nuevos préstamos, obligaciones subordinadas y, en su caso acciones preferentes, que servirán para financiar la toma de control de la compañía.
26. La transparencia informativa, con la que quiere asegurarse que los accionistas dispongan de una información amplia y completa para poder tomar decisiones fundadas con respecto a sus valores mobiliarios y, por extensión, a la sociedad a la que pertenecen, constituye claramente uno de los pilares esenciales sobre los que se apoya la ordenación jurídica de las OPAs y, el único en que coinciden todos los sistemas reguladores que nos ofrece el Derecho comparado.
27. En definitiva, las OPAs se presentan, como uno de los elementos esenciales dentro del conjunto normativo que tiene por objeto a las sociedades anónimas abiertas o bursátiles. A través de ellas, pueden desplegarse una importante función de control de la gestión realizada por las instancias directivas de las grandes sociedades, que permite aliviar los riesgos que para los pequeños accionistas comporta la concentración del poder societario en los órganos de administración y superar así, la inadecuación e insuficiencia en este campo de los mecanismos societarios tradicionales.
28. La función sancionadora o disciplinaria que pueden cumplir las OPAs, que se da cuando el oferente intenta desplazar a unos gestores

incapaces de obtener el máximo rendimiento de los activos sociales, ocupa un lugar central en la configuración de esta figura y resulta esencial para su correcta comprensión.

29. La confianza del oferente en recuperar su inversión gracias a una gestión más eficiente de la sociedad afectada es claramente uno de los pocos factores que pueden explicar su disposición a pagar por las acciones de ésta un precio superior al que de forma desinteresada ha sido fijado por el mercado.
30. Es preciso, extender las posibilidades de mejorar la oferta en las OPAs competidoras, favoreciendo que los accionistas minoritarios se beneficien siempre de los mejores precios.
31. Es fundamental, revisar los porcentajes de capital a los cuales debe extenderse la OPA en la sociedad para minimizar los supuestos en los que los accionistas minoritarios que quieren acudir a la OPA, se vean obligados a acudir al prorrateo porque no pueden vender todas sus acciones.
32. Las Ofertas Públicas de Adquisición han contribuido al crecimiento de varios sectores económicos y de la economía de diversas naciones, se han revelado como un mecanismo apto para imponer formas de gestión más atentas a la rentabilidad de los accionistas y para compensar en gran medida la manifiesta ineficacia práctica que ofrecen los mecanismos jurídicos de control. En Latinoamérica, la trascendencia de las OPAs en el mercado de valores es fundamental e imponente; sin embargo, en nuestro país, las posibilidades de desarrollo de un genuino mercado de control se ven claramente entorpecidas por un conjunto de factores de diverso orden, que impiden que las tomas de control puedan cumplir todas las funciones que les son propias y que, de hecho, convierten a aquellas en un mecanismo fungible e intercambiable en relación a otros

instrumentos de integración, por tanto la normativa que regula el tratamiento de esta figura debe tomar mayor relevancia por parte de los órganos reguladores de la actividad bursátil, con el objeto de cumplir con todas las finalidades que ésta persigue, efectuando adquisiciones que garanticen crecimiento, rentabilidad, incremento en la participación y toma de control favorables a las entidades que cotizan sus valores en el mercado de valores e incrementando su participación en Bolsa.

BIBLIOGRAFÍA

Cachón Blanco, José Enrique, *"Los mercados de valores"* Madrid. La ley-actualidad, S.A. (1999).

Córdoba, Miguel, *"OPA el control político de las sociedades cotizadas"*. Madrid-España, Thomson Editores Spain, Paraninfo S.A. (2003).

García De Enterría, Javier, *"Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs"*. Madrid: Civitas Ediciones SL. (1999).

Serra Puente-Arno, Gerardo, *"El Mercado de Valores en el Perú"* Lima-Perú. Cultural Cuzco S.A. Editores (1999).

www.bolsadequito.com

www.cnmv.es

www.elblogsalmon.com

www.elmundo.es